

INDE : LES MARCHÉS BOURSIERS

GAUTHIER BÉNICOURT *

L'Inde compte aujourd'hui 23 bourses de valeurs mais la bourse de Bombay avec ses 674 membres et une capitalisation fin juin 1994 de l'ordre de 140 milliards de dollars reste largement en tête. Inspirée à l'origine du modèle de la Bourse des valeurs de Londres, la BSE fonctionne d'après un système en apparence similaire. Toutefois, quelques nuances indiennes dans ce système au départ britannique ont modifié sensiblement les conditions dans lesquelles les transactions s'effectuent aujourd'hui. Le *Bombay Stock Exchange* (BSE) est devenu une bourse de valeur en 1875 et compte actuellement pour environ 90 % de l'activité boursière en Inde.

I - Leur organisation

La recherche d'un essor véritable des marchés d'actifs indiens est liée à la poursuite du processus de libéralisation de l'économie lancé dans ce pays en juillet 1991. Aussi, depuis maintenant deux ans, les autorités indiennes procèdent-elles à la restructuration et à la rationalisation des marchés boursiers, afin d'attirer les investisseurs internationaux : réglementation plus stricte des marchés, ouverture des bourses indiennes aux investisseurs financiers internationaux, introduction de systèmes de transaction plus modernes, progression très significative de la capitalisation boursière de l'ensemble des places, etc.

Après la découverte d'un important scandale financier en avril 1992 (plus de 1,5 milliard de dollars illégalement détournés du système bancaire à la faveur de transactions sur titres d'Etat), la mise en place définitive d'un organe de contrôle, le Securities and Exchange Board of India (SEBI), créé peu de temps auparavant à l'initiative du Gouvernement est apparu comme particulièrement nécessaire. La réglementation des marchés a permis de clarifier le fonctionnement des institutions boursières et de préciser le rôle respectif des agents tandis que l'entrée des investisseurs institutionnels étrangers (FII : Foreign Institutional Investors) est autorisée depuis septembre 1992. Le mouvement de modernisation s'accélère avec la création récente, toujours à l'initiative du Gouvernement d'une bourse nationale, parallèlement aux bourses régionales.

* Agence financière, New Delhi, Inde.

1. Le SEBI

L'Etat sollicitant de plus en plus les marchés boursiers indiens pour lever des fonds et les épargnants témoignant d'un intérêt croissant pour les produits financiers, alors que les cas de pratique douteuse augmentaient en même temps que les volumes de transaction, le Gouvernement a constitué le 12 avril 1988 un organisme de régulation des marchés, le SEBI. Celui-ci fut créé dans le but de défendre les intérêts des investisseurs sur valeurs mobilières, de promouvoir et de réglementer les marchés d'actifs ainsi que tout ce qui s'y rapporte.

Au début le SEBI n'était qu'un organisme *ad hoc*. Son handicap majeur résidait dans le manque de précision quant aux pouvoirs et aux moyens dont il disposait pour réglementer le marché. Jusqu'en janvier 1992, il ne fut qu'un organisme de second plan, son autorité se limitant trop souvent à des actions ponctuelles, et il restait alors à l'écart des décisions importantes. La loi du 4 avril 1992 l'a transformé en un organisme permanent de contrôle, bien qu'encore dépourvu de l'expérience et des qualifications nécessaires devant le très puissant lobby des courtiers locaux. Toutefois, que ce soit en matière de réglementation, de surveillance ou de sanction, l'autorité du SEBI s'est confirmée au fur et à mesure que l'expérience qu'il accumulait lui permettait de suivre une ligne de conduite claire vis-à-vis des marchés d'actifs et il est maintenant impliqué à part entière dans l'élaboration de la réglementation des marchés boursiers.

Son siège est à Bombay et des bureaux ont été établis dans les autres places financières indiennes. Son directoire est composé d'un directeur, de deux fonctionnaires du Gouvernement (ministère des finances et ministère de la justice), d'un fonctionnaire de la Banque centrale, la Reserve Bank of India (RBI), et de deux autres membres désignés par le Gouvernement comme devant être des personnalités qualifiées ayant l'expérience des marchés d'actifs.

Quant à son indépendance, elle est quasiment inexistante puisque tous ses membres, sauf celui de la RBI, sont nommés par le Gouvernement. Celui-ci a aussi le droit de limoger le directeur ou tout autre membre du SEBI à n'importe quel moment et c'est d'ailleurs ce qui s'est produit début janvier 1994 pour son directeur, G.V. Ramakrishna, soudainement «promu» à Delhi après s'être opposé aux courtiers sur le système local de report des transactions dit «badla».

Le SEBI Act du 4 avril 1992, suivi le 30 mai 1992 de l'abrogation du Capital Issues (Control) Act de 1947, constitué avec les Company Act de 1956 et Securities Contracts Act de 1956, le cadre de référence de la réglementation sur les marchés boursiers. Le SEBI a ainsi pour mission de :

- réglementer les transactions en bourse et sur tout autre marché d'actifs,
- enregistrer et réglementer les affaires des courtiers exerçant sur toutes

les bourses régionales indiennes (*stockbrokers*) ou sur une seule bourse régionale (*subbrokers*), les agents transférant les actions (*share transfer agents*), les banquiers responsables d'émission (*bankers to an issue*), les fiduciaires (*trustees of trust deeds*), les comptables des opérations d'émission (*registrars to an issue*), les banquiers d'affaires, les souscripteurs, les gestionnaires de portefeuilles, les conseillers en investissements et tous les autres intermédiaires qui sont associés aux marchés d'actifs de quelque manière que ce soit,

- enregistrer et réglementer les affaires des organismes d'investissement collectif, y compris les fonds mutuels (*mutual funds*),
- promouvoir et réglementer les organismes autorégulateurs,
- prohiber les pratiques commerciales frauduleuses et injustes relatives aux marchés d'actifs,
- prohiber les délits d'initiés pour les actifs,
- réglementer les acquisitions substantielles d'actions et les prises de contrôle d'entreprises,
- demander des informations, entreprendre des inspections, mener des enquêtes et des audits auprès des bourses, des intermédiaires et des organismes autorégulateurs sur les marchés d'actifs.

Aussi n'est-ce que depuis le SEBI Act que les intervenants sur les marchés d'actifs se sont vu fixer une réglementation précise les concernant. Ils sont maintenant dans l'obligation de se faire enregistrer par le SEBI et la RBI et aucun intermédiaire sur les marchés d'actifs ne peut exercer d'activité d'achat ou de vente sans avoir obtenu au préalable son certificat d'enregistrement auprès du SEBI. Ce dernier peut suspendre ou annuler ce certificat et empêcher ainsi toute opération sur les marchés d'actifs jusqu'à ce que la personne concernée soit entendue par le SEBI. Parallèlement, le Gouvernement a le droit de suspendre n'importe quel intervenant ou catégorie d'intervenants vendant ou achetant des actifs ou tout autre agent ayant trait aux marchés d'actifs. Le SEBI Act prévoit aussi que toute personne contrevenant aux lois et réglementations du SEBI peut être soumis à un emprisonnement d'une durée pouvant aller jusqu'à un an, et/ou à une amende.

Dans la mesure où les délits boursiers (délits d'initiés, manipulation de cours, fausses informations...), sont clairement mis à jour et identifiés, ils donnent lieu à sanction. Cependant, le principal problème auquel se heurte le SEBI est celui de la transparence et du suivi des opérations, rendu difficile par le manque d'informatisation des opérations boursières. Ainsi ce qui pourrait être considéré comme des délits d'initiés, par exemple, n'aurait pas encore complètement disparu des marchés boursiers indiens.

a. Les intervenants

Les compagnies d'assurance ont été longtemps les seules institutions financières intervenant sur le marché des capitaux. A la fin des années 1980, alors que l'on assistait à une croissance importante de la capitalisation boursière des places indiennes, les institutions financières autres que les compagnies d'assurance ont développé leur présence. La principale initiative avait d'ailleurs été prise par le Gouvernement dès les années 1960, avec la création du Unit Trust of India (UTI) pour canaliser l'épargne privée vers les marchés financiers, et les placements de cette institution publique représentent actuellement environ 10% de la capitalisation de la bourse de Bombay. Au cours de la dernière décennie, le Gouvernement a appelé les institutionnels à être plus présents, avec pour principal objectif de renforcer le marché boursier indien par des investissements à long terme. Au même moment, le comportement des ménages a évolué pour tirer avantage de la croissance du marché boursier. Le nombre d'institutions financières autres que les compagnies d'assurance intervenant directement sur le marché des capitaux n'a ainsi cessé d'augmenter depuis 1987, quand UTI était encore seule à intervenir.

142

Les investisseurs institutionnels étrangers tels que les fonds mutuels (*mutual funds*), les sociétés d'investissement, sociétés de gestion d'actifs, gestionnaires de portefeuilles institutionnels, sociétés prête-noms, ont été autorisés à investir sur les actifs négociables des marchés primaire et secondaire. La réglementation date du 14 septembre 1992 et est avantageuse : il n'y a ainsi aucun seuil minimum ou maximum à leurs investissements. La taxation des bénéfices a été fixée à 10% sur les capitaux à long terme et à 30% sur les capitaux à court terme, tandis que les impôts sur dividendes et revenus sur taux d'intérêt ont été arrêtés à 20%. Comme dans la plupart des marchés en émergence, il y a cependant un plafond maximum d'investissement dans une société, fixé à 5% des droits de vote pour un même FII et à 24% du capital pour le total des participations étrangères, y compris celles des Indiens non-résidents (Non Resident Indians : NRI). L'enregistrement des investisseurs institutionnels étrangers s'effectue auprès du SEBI et ils doivent également obtenir une autorisation de la RBI, selon la loi de 1973 sur la réglementation des changes. Ceci leur permet d'ouvrir et d'opérer sur un compte bancaire en Inde. Au début du mois de mars 1994, 145 FII avaient été autorisés à opérer sur les marchés de capitaux indiens tandis que d'autres attendaient encore leur autorisation, mais 25 seulement sont en réalité actifs.

b. Le marché primaire

L'abrogation le 30 mai 1992 de la loi de 1947 sur les émissions de capital, et les réformes alors entreprises, ont permis d'accroître la liberté des

émetteurs, de leur donner plus facilement accès aux marchés d'actifs afin de se procurer des capitaux et de fixer librement le prix d'émission. La réglementation est très précise et traite tous les différents types d'émissions : les premières émissions de sociétés déjà existantes, celles de sociétés déjà cotées, les émissions de dettes partiellement ou non convertibles, etc. Début avril 1994, le SEBI a donné encore plus de flexibilité dans la fixation du prix d'émission en autorisant les sociétés émettrices à ne plus le lui spécifier. Il y avait en effet un temps trop long entre l'approbation du conseil d'administration de la société et la date du lancement de l'émission, et le prix ne correspondait plus alors à la situation en bourse.

1992/1993 fut une année de croissance exceptionnelle sur le marché primaire : la bourse de Bombay a alors enregistré une croissance par trois des mobilisations de capitaux et la libre détermination des prix d'émissions en fut le catalyseur principal. Il y a eu une augmentation significative des émissions au dessus d'un milliard de roupies («méga-émissions») avec 34 émissions de ce type représentant 45,3% des capitaux levés sur l'année 1992/93. Cette année-là, le secteur des entreprises a utilisé de plus en plus de produits nouveaux et hybrides afin d'attirer les ressources des investisseurs, comme des warrants détachables liés à des obligations non-convertibles ou à des actions, des obligations à taux très attractifs, des convertibles à taux nul, etc. Cette croissance exceptionnelle du marché primaire a continué tout au long de l'année dernière 1993/94.

143

c. Le marché secondaire

Le marché secondaire, à l'inverse du marché primaire, a subi un important repli durant l'année 1992-93. L'explication réside sans doute dans l'accroissement très rapide des transactions au premier trimestre de l'année 1992 - qui est aussi le dernier trimestre de l'année fiscale 1991-92. C'est d'ailleurs cette forte hausse de la bourse de Bombay (cf. graphique de l'indice SENSEX ci-après) qui a déclenché les enquêtes faisant éclater fin avril 1992 le gigantesque scandale financier portant le nom de son principal acteur, le courtier Harshad Mehta. Alors que la bourse de Bombay n'a ensuite cessé de s'effondrer, l'annonce en février du budget 1993-94 déçut quelque peu les marchés financiers qui espéraient un relâchement substantiel de la fiscalité et la série d'attentats à Bombay en mars aggrava d'autant les performances du marché. L'Inde eut ainsi la plus mauvaise rentabilité des marchés asiatiques en émergence en 1993 avec un gain de 17% selon l'indice global de la Société Financière Internationale (filiale de la BIRD), la bourse ne s'étant arrêtée de chuter qu'au cours de l'été 1993. Elle a alors entamé une remontée spectaculaire, l'indice SENSEX doublant quasiment en six mois (juillet 93-janvier 94) pour marquer ensuite un palier, conséquence *sans doute* de la limitation de report de transactions imposée par le SEBI (cf. II. 1. : système «bala»).

Sur les principales bourses régionales (Bombay, Delhi, Calcutta et Ahmedabad), le marché secondaire des actions comprend deux groupes de titres, selon des critères tels que le temps de présence à la cote officielle, les émissions de capitaux, la capitalisation, la part du capital détenu par le public, les volumes de transactions, la liquidité, etc. Le groupe A comprend les titres les plus liquides appelés «*specified shares*», ou actions alpha, ou bien encore actions sur la liste à terme (*forward list*). La période de règlement est de deux semaines et c'est alors qu'intervient le système de report dit «badla». Les titres du groupe B sont généralement moins liquides et sont appelés «*non specified shares*», ou actions beta, ou bien encore à règlement immédiat (*cash shares*). La période de règlement / livraison est d'une semaine. En dehors des quatre bourses régionales citées plus haut, les autres bourses ne traitent que cette dernière catégorie de titres. Il est intéressant de remarquer que, pour la première fois depuis 20 ans, les volumes de transactions pour les actions du groupe B ont dépassé début février 1994 ceux des actions du groupe A sur la bourse de Bombay. Généralement les volumes de transactions sur les actions du groupe A représentaient les trois quarts du volume total.

L'écart entre les deux s'était déjà réduit depuis la limitation des positions de report imposée par le SEBI à la mi-décembre 1993. L'observateurs attribuent également ce phénomène à l'intérêt grandissant que portent les FII pour les marchés indiens. Sur les dix derniers mois, les gestionnaires de fonds ont accepté environ un milliard et demi de dollars à investir sur les bourses indiennes. Les plus gros fonds ont collecté des montants qui les obligent pour des raisons de liquidité des titres à investir principalement dans des valeurs à grosses capitalisations, achetées sur place ou bien sur les bourses étrangères sous forme de *Global Depositary Receipts* (GDR). En effet, les investisseurs, désireux d'éviter le système de règlement et la fiscalité peu attirants en vigueur sur les bourses indiennes, se reportent sur les GDR cotés sur les places étrangères.

Ainsi, le PER des six plus gros titres du marché se situe aux alentours de 50 alors que celui-ci tombe aux alentours de 15 dès que l'on sort du club des 100 plus grosses capitalisations. Cependant, bien que le potentiel de croissance se situe dans les titres à moyennes capitalisations qui sont encore «bon marché», les gestionnaires de fonds sont contraints d'investir la plus grosse partie du fonds dans des actions du groupe A, surtout lorsqu'il s'agit de fonds ouverts. Toutefois, la restriction imposée aux investisseurs étrangers par la réglementation indienne concernant la part qu'ils détiennent dans le capital d'une société indienne, à savoir un plafond de 5% par investisseur, pose un handicap sérieux aux titres de moyenne taille. Selon un investisseur, travailler sur des titres à capitalisation inférieure à 25 millions de dollars sur un titre pose des questions de

rentabilité, étant donné le faible rendement de l'investissement par rapport au coût de gestion. Il convient donc de connaître la limite maximum d'investissement dans les moyennes capitalisations pour profiter ainsi d'une partie du potentiel de croissance qu'elles détiennent, sans pour autant trop pousser à la hausse d'une part, et sans s'exposer trop, dans le cas de fonds ouverts essentiellement au risque d'illiquidité du titre, d'autre part.

Une manière de faire face à ce risque qui se présente au gestionnaire lorsqu'il investit dans des titres de moyenne taille, réside dans le choix d'un fonds bloqué. On constate à ce propos que les quelques fonds lancés avant 1993 étaient des fonds bloqués et que ce n'est qu'au début 1993 que sont apparus les premiers fonds ouverts. Le choix du fonds bloqué permet de laisser au gestionnaire du fonds une marge de manœuvre appréciable sur le long terme. Effectivement, même si le titre baisse, les investisseurs ne peuvent se retirer. Ainsi les gestionnaires du fonds peuvent se permettre d'adopter une stratégie beaucoup plus agressive sur les titres du groupe B. Le fait que tous les fonds émis en 1994 soient des fonds bloqués semble annoncer un avenir intéressant pour les investissements sur les titres de moyennes capitalisations.

La forte hausse du SENSEX depuis un an met en évidence une réalité bien particulière à l'Inde : environ 30% des actions sont détenues par les membres fondateurs des sociétés, 30% par les investisseurs institutionnels et 20% par les banques. La largeur du marché ne portant que sur environ 20% des titres, les quelques centaines de millions de dollars des FII (329 millions de dollars en novembre 1993, 175 en décembre et 275 en janvier 1994) ont donc suffi pour faire grimper les cours.

145

Les frais de courtage sont plafonnés à 2,5%, chiffre qu'il convient de comparer par exemple aux 0,3% et 0,5% des bourses de Hong Kong et de Thaïlande respectivement, pour se rendre compte de l'écart qui existe avec les autres marchés asiatiques en émergence. Les raisons invoquées soulignent l'éparpillement des bourses en Inde entre les différents Etats, les questions d'enregistrement et de transit, d'autres problèmes encore qui s'additionnent et augmentent les frais. Pour les opérations au comptant sur les marchés développés, les paiements/livraison sont quasi-immédiats, mais en Inde les délais peuvent aller jusqu'à plusieurs semaines. D'un autre côté, le client ne peut pas savoir exactement à quel prix le courtier a finalement réussi à passer sa transaction. Dans un marché où des fluctuations de 10% dans les cours sont courantes, on peut imaginer les excès qui peuvent alors se produire lors de l'établissement des frais de courtage.

A Bombay, les cotations sont assurées pour des teneurs de marché (les *jobbers*) et les prix des transactions sont collectés par une équipe d'assistants de cotation (environ toutes les cinq minutes pour les titres les plus

actifs) et enregistrés dans le système DIDS (*Display Information Driver System*) qui a été mis en activité en novembre 1992. Cette information est directement disponible pour les courtiers dans la salle de transactions et pour les investisseurs dans la galerie de la bourse où sont installés des écrans. Actuellement la collecte des cotations d'offre et de demande se limite aux 750 actifs les plus importants tandis que les prix de transaction sont collectés pour tous les titres traités pendant la journée de transaction. Cependant, pour un acheteur ou un vendeur, la fiabilité des cotations peut être sujette à caution du fait du manque de transparence des opérations. Il ne s'agit pas du risque de contrepartie mais du problème du prix exact auquel est passé un ordre d'achat ou de vente. Entre un acheteur et un vendeur, beaucoup d'intermédiaires interviennent, et ceci dans une quasi-absence de systèmes informatiques, privant généralement le client d'une partie de ses gains légitimes.

Dans une récente intervention, le Directeur du SEBI a indiqué qu'il était peu probable que des marchés d'options et de contrats à terme voient le jour dans un avenir proche. Il faut en effet pour introduire des produits dérivés que les marchés des actifs de référence (sous-jacents) soient déjà tout à fait stables et aient atteint une maturité suffisante. L'introduction de produits dérivés serait intéressante dans la mesure où l'on devrait séparer ce marché de celui des transactions sur actifs sous-jacents, ce qui n'est pas le cas avec le système de report «badla» (étudié dans la section suivante) où les courtiers mélangent même leurs fonds avec ceux de leurs clients. Vis-à-vis des impôts, ce système empêche aussi tout regard sur la réalité de leurs marges, discutées confidentiellement au cas par cas. Or les taux de report pratiqués varient entre 24 et 36% en taux annuels tandis que près de 25% des transactions recourent à un financier «badla».

La crainte d'un nouveau scandale boursier devant la hausse des cours, d'une part, et la vive compétition entre pays en développement pour attirer les fonds des investisseurs internationaux, d'autre part, ont incité le ministère des finances à demander au Securities and Exchange Board of India (SEBI) de rendre rapidement plus transparent le marché boursier.

La création d'une bourse nationale en plus des bourses régionales existantes, les efforts d'informatisation et la recherche d'un nouveau système de report des transactions relèvent de ce souci d'adaptation. Cela ne va cependant pas sans difficultés. Alors qu'entre début août 1993 et fin février 1994, l'indice SENSEX de la bourse de Bombay avait grimpé de 84%, il chutait de 12,5% les deux mois suivants, du fait principalement de l'interdiction par le SEBI du système traditionnel de report des transactions, dit «badla».

Par ailleurs, la bourse indienne possède une chambre de compensation qui agit comme une agence de centralisation des achats et des ventes et qui

s'occupe de la partie règlement. Quant à la partie livraison, elle n'en est responsable que pour les actions du groupe A, par l'intermédiaire d'un département spécifique : le Stock Holding Corporation of India Ltd (SCIL). Pour les titres du groupe B, les livraisons s'opèrent entre courtiers directement. Or les livraisons et transferts de titres s'opèrent encore sous forme scripturale, l'informatisation des opérations étant en effet très peu développée. La chambre de compensation d'une bourse indienne est ainsi loin d'atteindre la qualité de fonctionnement et le niveau d'efficacité de celle d'une bourse moderne.

La compétition entre la National Stock Exchange (NSE), qui prend forme actuellement, et les bourses régionales rapproche ces dernières, les poussant à faire des propositions de marché national par simple connexion entre elles, comme l'actuel projet de National Stock Market System lancé par les bourses de Bombay, Calcutta et Delhi, sans qu'elles aient besoin de créer une nouvelle bourse.

II - Un nouvel élan

1. L'interdiction du système traditionnel de report des transactions

En plus du système de règlement classique, les quatre principales bourses du pays (Bombay, Calcutta, Delhi et Ahmedabad) disposaient jusqu'au début du mois de mars dernier, d'un système de report à la période suivante de règlement, valable pour les actions du groupe A. Pour bénéficier eux aussi de ce système appelé «badla», qui existait depuis 80 ans et qui fonctionnait de façon satisfaisante jusqu'à une époque récente, les membres des dix-huit autres bourses étaient obligés de passer par des courtiers dans ces quatre places.

L'intérêt du système «badla» concernait essentiellement la liquidité du marché, qu'assurait la combinaison des spéculateurs et des prêteurs d'actions ou d'argent. Concrètement, si un investisseur achetait et que, mis à part l'obligation de verser personnellement 15% environ (c'est le *margin*) du montant de la transaction dès que l'ordre était exécuté, il ne possédait pas ou ne désirait pas déboursier le solde à la fin de la période de règlement, il pouvait décider de se faire reporter. Il s'adressait alors à un financier «badla», le plus souvent son courtier, qui, en garantie du prêt d'argent qu'il lui consentait jusqu'au prochain règlement (15 jours plus tard) pour lui permettre d'être reporté, prenait alors livraison des titres à la place et au nom de l'investisseur. En échange, il se faisait payer des intérêts de report qui étaient calculés sur la base du cours de compensation fixé par la chambre de compensation (*making-up price* ou *bavala rate*), en fait le cours de clôture du dernier jour de la période de règlement. Les reports de transaction qui s'effectuaient dans ce sens s'appelaient *seedha badla* ou

contango. Dans le sens contraire (opération de vente et donc, si le vendeur n'avait pas encore acheté les titres qu'il avait déjà vendus, demande de prêt de titres pour le report de la vente), ces reports s'appelaient *ulta badla* ou *backwardation*. L'opérateur «badla» remplaçait alors les organismes prêteurs de titres, qui n'existent pas en Inde.

Ainsi, le système «badla» permettait-il aux investisseurs d'honorer leurs engagements à la fin de la période de règlement en cours, moyennant intérêts. Ces intérêts dépendaient de l'offre et de la demande d'actions ou de crédits au moment de l'opération, mais ils variaient le plus souvent entre 24 et 36% en taux annuels, les bourses n'intervenant pas dans leur fixation. Des études récentes ont indiqué que, sur la bourse de Bombay, 65% des transactions étaient compensées à l'intérieur d'une même période de règlement, 25% étaient reportées à la période de règlement suivante et 10% seulement aboutissaient à la livraison de titres. Les trois quarts des opérations non dénouées à la veille de la clôture d'une période de règlement étaient donc reportées.

Toutefois, le système «badla» ne favorisait pas particulièrement la transparence, sans parler du fait qu'il permettait à beaucoup d'échapper au contrôle des autorités fiscales. Au-delà d'un problème d'adaptation concrète à l'élargissement du marché (les transactions se font sur support papier et le changement de propriétaire d'un titre doit donner lieu à enregistrement non seulement des autorités boursières mais encore des sociétés elles-mêmes), il accroissait de très grande manière le nombre des transactions. En effet, les sommes mobilisées ne correspondaient réglementairement qu'au *margin*, soit 15% environ de la valeur des titres concernés, et les reports pouvaient être effectués indéfiniment.

L'effet de levier était donc très fort, nonobstant le fait que les ordres des clients donnaient lieu à des manipulations de la part des courtiers (mélange de leurs propres fonds avec ceux de leurs clients investisseurs) et que ceux-ci, par le biais des opérations «*chalu-upla*» à la veille de la clôture d'une période de règlement, échangeaient entre eux - très temporairement - leurs positions contraires, diminuant ainsi artificiellement le solde net des *margins* dont ils étaient redevables à la chambre de compensation.

Enfin, vu la multiplicité des actes à réaliser alors que les marchés étaient en train d'exploser, toute surveillance était devenue très difficile sinon impossible, encore plus sur le plan fiscal puisqu'il aurait fallu disposer pour ce faire de nombreux fonctionnaires très spécialisés et idéalement incorruptibles, avec des salaires mensuels qui de toutes les façons ne pouvaient guère dépasser les 2.000 F.

Face à ce qu'il considérait comme une spéculation excessive, le SEBI a suspendu le fonctionnement du système le 12 décembre 1993, obligeant les courtiers à liquider impérativement toutes leurs positions de report avant le 12 mars.

Si le SEBI ne souhaitait pas éliminer totalement la possibilité d'un système de report, sa précipitation à suspendre le système «badla» a eu d'importantes conséquences. Celui-ci dominait en effet tout le marché et lui assurait une grande liquidité. La forte baisse de la bourse en mars et en avril 1994 est donc assez largement une conséquence de cette interdiction. Le SEBI a déjà avancé des propositions pour remplacer l'ancien système, repoussant avec hauteur les critiques particulièrement courroucées des courtiers, et son président s'empresse maintenant de souligner que la volatilité des cours, si caractéristique des bourses indiennes, a beaucoup diminué depuis la mi-mars tandis que les livraisons de titres n'ont pas sensiblement baissé.

Le Ministre des Finances, M. Manmohan Singh, ayant déclaré qu'un système de report modifié devrait pouvoir être mis en place, le SEBI et les autorités boursières sont condamnés à s'entendre pour mettre un terme à ce conflit. Le passage à un marché d'options et de contrats à terme n'est cependant pas encore envisageable, ne serait-ce que parce que le Securities Contracts Act de 1956 l'interdit. En outre, il existe des différences fondamentales : dans les marchés d'options et de contrats à terme, les prix des produits dérivés sont fondés sur les prix futurs estimés des actifs sous-jacents, alors que le système «badla», comme tout système de report, ne repose sur aucune hypothèse d'estimation des cours futurs. C'est un simple prêt relais d'actions et de crédits, une sorte de «passerelle de court terme» d'une période de règlement à une autre et ce n'est donc pas un service de couverture. Aussi ne peut-il guère être modifié de manière à offrir les services habituels des marchés d'options ou de contrats à terme, d'autant que resterait entier le problème des livraisons noyées sous les tonnes de formulaires obligatoires.

149

En revanche, les bourses se sont finalement décidées à chercher activement une parade à l'interdiction du système «badla». La seule solution viable, selon leurs dires, serait l'introduction de marchés sur indices : il n'y aurait en effet plus de problème de livraison puisqu'il n'y aurait pas de livraison du tout. La bourse de Bombay a lancé un indice reposant sur 200 actions (donc deux fois plus large que l'indice SENSEX en vigueur jusqu'à présent sur la BSE), premier pas vers un marché sur indice, et elle devrait bientôt lancer un indice adossé au dollar.

2. La création d'une bourse nationale (NSE)

Le NSE se met en place progressivement et les transactions sur le marché de la dette ont commencé le 30 juin dernier, marquant un changement significatif dans les modes de transaction des actifs boursiers. Il a été

créé par plusieurs institutions financières publiques¹ pour stabiliser les marchés de capitaux.

Le secteur des actions dominait jusqu'à présent, celui des obligations n'ayant fait parler de lui que dans le cadre du scandale de 1992 - qui avait montré que le marché de la dette pouvait être manipulé sans grandes difficultés. Les initiateurs de la NSE, en revanche, ont d'emblée concentré leur intérêt sur ce dernier marché et sur les changements à y apporter.

La NSE a donc mis en place un marché de gros de la dette. Celui-ci se trouve en dehors de l'activité de l'OTCEI (cf. section II 4.), qui est avant tout un marché de détail de la dette, en plus d'être un marché d'actions de petites sociétés. Elle commence à traiter des transactions sur les titres du Gouvernement, pour lesquels la Banque centrale (RBI) joue le rôle de dépositaire. Après un certain temps, les transactions seront complètement informatisées pour tous les instruments de marché à forte valeur, tels que les obligations des sociétés du secteur public, les titres Unit Trust of India, les certificats de dépôt ou les billets de trésorerie ou les obligations zéro-coupon. Ensuite, six mois plus tard, un marché d'actions de sociétés à grosse capitalisation apparaîtra sur la NSE, ce qui la placera dans une situation de compétition limitée avec la bourse de Bombay. 50 titres seront d'abord cotés, l'objectif étant de 500 titres un an plus tard.

150

Concrètement, le segment de gros du marché de la dette a deux types de membres : les membres participants aux transactions (PTM : *participating trading members*), qui ne pourront effectuer de transactions que pour leur propre compte, et les intermédiaires dans les transactions (ITM : *intermediary trading members*), qui ne traiteront que pour le compte de leurs clients. Cela devrait éviter la possibilité d'un scandale tel que celui de 1992 qui avait été rendu possible par l'établissement de transactions multiples et très rapides sur un même actif grâce à la connexion banquiers/courtiers. Les banques et les institutions financières formeront le noyau central des PTM. Les membres devront verser 10 millions de roupies de dépôt de garantie et 7,5 millions de roupies de droit d'admission annuel.

Pour ce qui concerne les équipements, un ordinateur central reliera les membres de la NSE à tout le pays. Chaque membre, à partir de simples micro-ordinateurs, pourra traiter avec les autres membres de la NSE, où qu'ils soient en Inde. Tout micro sera connecté au système informatique central de la NSE et les liaisons se feront bientôt par satellites. Les bourses pourront donc être reliées entre elles en temps réel. Pendant chaque

1 L'Industrial Development Bank of India (IDBI), l'Industrial Credit and Investment Corporation of India (ICICI), l'Industrial Finance Corporation of India (IFCI), l'Infrastructure Leasing and Financial Services (ILFS), la Life Insurance Corporation (LIC), la Stock Holding Corporation of India (SHCIL), la State Bank of India (SBI), la SBI-Capital Markets et la General Insurance Corporation (GIC).

période de transaction, tout membre de la NSE pourra entrer ses ordres d'achat ou de vente d'actifs (avec ou sans limites) et prêter ou emprunter des fonds. L'ordre sera immédiatement transmis au système informatique et stocké jusqu'à ce qu'une contrepartie soit trouvée. La transaction sera alors exécutée instantanément.

Le système sera suffisamment flexible pour que les intervenants puissent fixer des niveaux plafonds d'exposition. Les transactions seront donc effectuées après que le système informatique aura contrôlé les niveaux d'exposition de chacune des contreparties, qu'il sera le seul à connaître et qui ne seront accessibles à aucun autre membre. Les participants pourront protéger leur identité et les grands investisseurs pourront passer leurs ordres sans avoir à craindre les réactions du marché. Cela assurera également aux participants les meilleurs prix de transaction à n'importe quel moment.

Les installations concernant la liquidation et le règlement seront également automatisées. Aussi la NSE, de même que la BSE, a entamé des pourparlers avec la *Stock Holding Corporation of India* afin de mettre en place un système de dépôt des titres, préalable obligé à l'informatisation des transactions. La SHCIL a ainsi proposé un système national de liquidation et de dépôt, qui comprendra les systèmes nationaux spécifiques de comptabilisation des transactions, de liquidation et de dépôt.

Les transactions confirmées et exécutées dans le cadre de la NSE seront ensuite traitées par la chambre de compensation, où l'on fera quotidiennement l'inventaire des engagements des participants. Une fois ceux-ci confirmés, le dépositaire transfèrera les actifs entre les participants par un système d'entrées comptables électroniques, alors que la banque transfèrera les fonds. Cela réduira le travail de post-marché et rendra les règlements plus rapides et plus sûrs.

Ainsi l'activité du marché de gros de la dette devrait-il augmenter avec l'informatisation des transactions, ranimant le marché de détail de la dette qui s'était un peu assoupi.

3. La modernisation des bourses régionales

Comme pour la NSE, la possibilité de transactions informatisées (*screen based trading*) devrait se concrétiser dans au moins deux des plus grandes bourses régionales indiennes avant la fin de l'année 1994. Dans son plan informatique, la bourse de Bombay a prévu de commencer l'informatisation des transactions par celle des actifs du groupe B, à travers son concept de BOLT (BSE Online Trading) qui permettra de relier en temps réel tous ses membres, qu'ils soient situés dans ou hors du siège (Jeejeebhoy Towers). L'extension des transactions informatisées au marché des actions du groupe A devrait être réalisée en 1995.

Le développement de logiciels relatifs aux fonctions de post-marché de la bourse, telles que le traitement des réclamations, la comptabilité financière, la gestion des transactions à la criée, la surveillance de marché, la comptabilité des dépôts de garantie des membres, les procédures de contrôle, a été achevé. Des modifications leur seront régulièrement apportées afin d'intégrer les unités de post-marché dans un système cohérent d'information (Back Office Information System/ BOIS), qui sera lui-même connecté aux autres systèmes informatiques de la bourse de Bombay.

Le système de la BSE devra normalement fournir des équipements de transaction informatisés à cotation assistée, avec un carnet de commandes véritable auxiliaire des teneurs de marché (*jobbers*) - contrairement à celui de la NSE qui sera un système de passation d'ordre assistée, mettant face à face les investisseurs sans qu'il soit besoin d'intermédiaires. Le carnet de commandes de la BSE permettra la proposition et le maintien d'un ordre même s'il n'existe pas de cotation pour le titre. Il améliorera également la compétitivité en prix du marché. C'est donc la menace représentée par la NSE qui a ainsi obligé la bourse de Bombay à introduire un système de cotation en continu, comme dans les marchés développés. Enfin, tout le système de logiciels informatiques mis en place par la BSE pourra être vendu aux autres bourses régionales, afin de les aider dans leurs programmes d'informatisation.

152

4. L'OTCEI

Créée en 1991, l'Over The Counter Exchange of India (OTCEI) est une organisation à but non lucratif, constituant l'une des nombreuses bourses du pays et calquée sur son homologue américain, la NASDAQ (National Association of Security Dealers' Automatic Quotation). Son but est de développer un second marché créé spécialement pour les petites entreprises dynamiques qui n'ont pas forcément les capitaux suffisants pour être cotées sur les bourses classiques, afin de donner de la liquidité à leurs actions. De plus, certains instruments de dette sont traités sur cette bourse, tels que des obligations non-convertibles ou des obligations du secteur public et depuis mars 1994 ont été introduits une cinquantaine de titres actions déjà cotés sur la plupart des bourses régionales, ainsi que des fonds mutuels.

Des lettres d'intention ont été récemment signées entre la NASDAQ et l'OTCEI, en vue de développer les relations entre les deux marchés et d'assurer d'éventuels apports technologiques, comme dans l'informatisation des transactions - ce qui nécessitera beaucoup de temps. La NASDAQ participera également à l'apprentissage des procédures de transaction sur les marchés internationaux. Elle essaiera de canaliser d'éventuelles émissions de sociétés indiennes sur les marchés américains à travers les ADR

(*American Depository Receipts*), au lieu des GDR utilisés lors des euro-émissions. Avec cette initiative, c'est une nouvelle voie qui apparaît pour la levée de capitaux sur les marchés étrangers. L'intérêt des professionnels étrangers pour la bourse de Bombay ne peut en effet que grandir, la capitalisation ayant atteint près de 140 milliards de dollars à la fin juin.

Saisissant l'importance d'un marché financier efficient et attractif pour des investisseurs étrangers, après la grave crise des paiements au début de l'année 1991, les réserves de change de l'Inde étant descendues en janvier à 857 millions de dollars (13 jours d'importation), le Gouvernement a instauré le SEBI afin de contrôler les marchés boursiers indiens. Ce dernier s'est vu alors investi de pouvoirs et de fonctions plus clairement définis, au moment même où les marchés étaient violemment perturbés par un scandale qui allait faire chuter sévèrement l'indice SENSEX et les volumes de transaction.

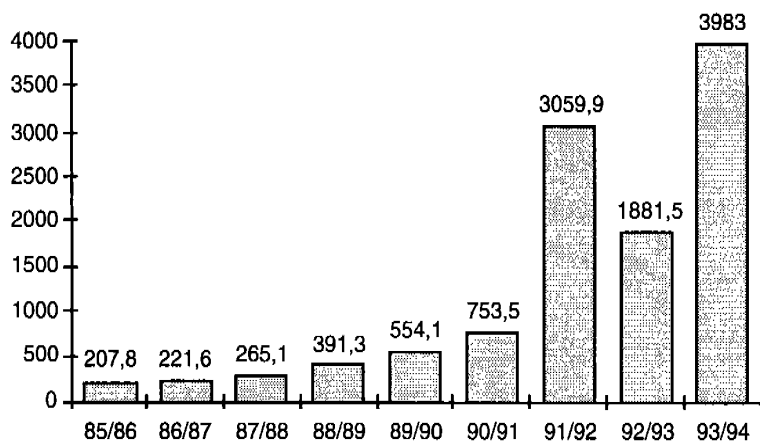
La réglementation fut alors remaniée, alternant des mesures libérales telles que l'autorisation des investisseurs institutionnels étrangers ou bien l'assouplissement des règles d'émissions sur le marché primaire, et des mesures plus autoritaires telles que l'enregistrement obligatoire en 1992 de toutes les catégories d'intervenants sur les bourses indiennes ou bien la récente interdiction du système de report des transactions, celui-là même qui assurait une bonne partie de la liquidité du marché.

La création cette année de la *National Stock Exchange*, l'installation de matériels électroniques dès la mi-1994 et l'informatisation des systèmes d'information et de transactions, qui n'étaient jusqu'à présent que très peu présents, sont une première étape dans l'effort de transparence des marchés. La dématérialisation des opérations, indispensable dans un système boursier moderne, permettra d'offrir une qualité de services et de produits conforme notamment à l'attente des investisseurs institutionnels étrangers et, que ce soit à travers le système informatisé de la NSE ou de celui de la bourse de Bombay (BSE), les services aux clients devraient être plus efficaces et le travail de post-marché allégé.

L'introduction de ces systèmes plus rentables, plus transparents, avec des transactions plus rapides ne pourra qu'accroître la confiance des investisseurs internationaux dans ce marché en émergence qu'est la bourse indienne.

Capitalisation de la bourse de Bombay

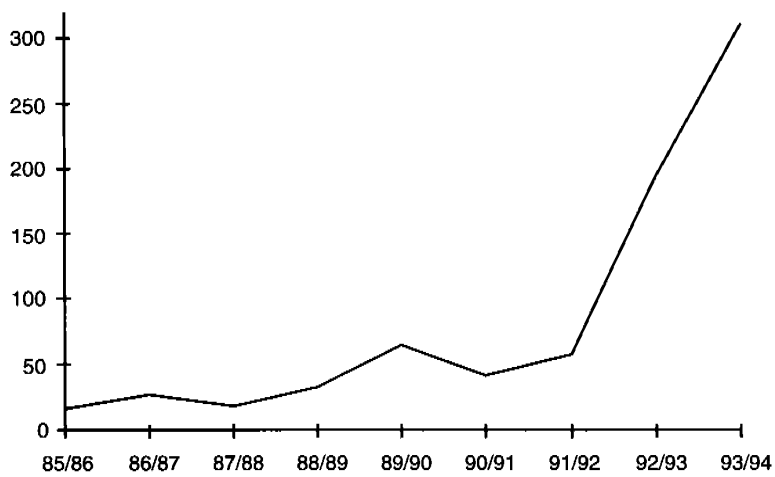
(en milliards de roupies, en fin d'année fiscale)



154

**Montant des capitaux collectés sur le marché
des nouvelles émissions**

(en milliards de roupies, en fin de période de l'année fiscale)



Evolution du Sensex

(données hebdomadaires fin de semaine, jusqu'au 22/07/94, indice 100 en 1978/79)

