

LES MARCHÉS ÉMERGENTS D'EUROPE CENTRALE

PAUL-FRANÇOIS DUBREUCQ *

La naissance de nouveaux marchés financiers est un fait marquant des décennies 1980 et 1990 ; d'autant plus marquant que l'histoire semble s'accélérer, et que de nouveaux marchés s'étendent aussi bien à de nouveaux territoires qu'à de nouveaux produits.

Dans les nouveaux pays industriels, notamment en Asie, l'affichage de prix de marché est considéré comme le moyen de favoriser la concentration du capital local, mais surtout d'attirer les capitaux internationaux, notamment ceux des institutionnels, fonds de pension et autres mutual funds anglo-saxons, beaucoup plus réservés dans leurs investissements dans des valeurs non cotées sur une cote officielle.

Dans les pays de l'Europe de l'Est, la création d'un marché financier revêt une double dimension. La principale n'est pas économique, mais politique ; la naissance ou, souvent, la renaissance de la Bourse des valeurs est un symbole de l'indépendance nationale retrouvée. Le Président de la Bourse de Slovénie a coutume de résumer ainsi les premières manifestations concrètes de l'indépendance nationale ; un aéroport, et une Bourse ! Ce symbole est d'autant plus fort que la Bourse constitue bien l'un des éléments de la démocratisation du pays ; elle peut être le moyen d'engager et de réussir un processus de privatisation démocratique, c'est-à-dire assurant la plus large diffusion possible des capitaux dans le public.

161

Un objectif commun, des choix différents

L'objectif est commun aux nouveaux pays de marché : réussir la privatisation. En revanche, les démarches diffèrent largement.

Certains pays, tels que la république tchèque ou la Hongrie, se refusent à intervenir dans la réglementation des marchés boursiers. Non sans motifs ; au sortir de quarante années d'économie administrée, toute tentative de contrôler et centraliser paraît contraire à la libération de l'économie. D'autres marchés en revanche, comme ceux créés en Pologne, se sont vus dotés dès l'origine de toutes les instances de réglementation et des procédures de contrôle en œuvre sur des marchés plus développés.

* Directeur des Relations internationales et du développement de la SBF.

Trois ans après le lancement de ces différents marchés, une rapide comparaison permet d'apprécier les succès et les difficultés rencontrées, et peut-être d'en analyser certaines raisons.

1 - La concurrence, jusqu'où ?

La libéralisation des échanges doit-elle conduire à mettre en concurrence différents marchés, y compris des marchés boursiers dans le même pays ?

Les autorités pragoises ont adopté une perspective très libérale en autorisant la création de deux Bourses concurrentes. Elle n'ont imposé aucune contrainte aux différents intermédiaires boursiers. Ceux-ci ont donc développé leur activité de négociateurs en dehors de ces marchés. Deux ans après la mise en place de ces deux marchés, appelés à gérer les enchères initiales des privatisations, ils ne captent que 10 % des trafics boursiers. Les opérateurs multiplient les échanges de gré-à-gré dans un espace boursier presque totalement déréglementé. Les échanges de titres cotés échappent presque totalement à la Bourse.

Cet exemple situe l'échec d'un modèle ultra-libéral de marchés en concurrence et la nécessité, à l'inverse, d'une concentration des ordres assurant transparence et sécurité des investisseurs. Il n'y a pas de marché sans règles de marché ; aussi hostiles qu'ils aient été aux planificateurs, c'est la reconnaissance de ce principe qui a valu aux dirigeants de la Bourse de Varsovie le succès de leur marché unique et centralisé.

162

2 - Pour qui réglementer ?

Le choix d'une réglementation, le succès de son application, dépendent largement des objectifs poursuivis. La réglementation d'un marché destiné à attirer les investisseurs privés nationaux, les institutionnels étrangers, les intermédiaires, n'est pas identique. Si la priorité consiste à attirer les investisseurs étrangers apporteurs d'argent frais, il est probable que la réglementation ne doit pas être trop rigoureuse, sinon ils auront tendance à négocier hors marché. C'est du moins le point de vue de nombreux experts, et ils ont été écoutés ; les autorités hongroises ont cherché à attirer en priorité les investisseurs étrangers.

A l'inverse, la Pologne s'est fixé comme objectif de convaincre ses propres investisseurs nationaux ; considérée comme un mauvais risque, elle avait d'ailleurs peu de chances d'attirer d'emblée les investisseurs internationaux. Dans ce but, les autorités ont imposé la concentration de tous les ordres sur un marché réglementé.

Trois ans plus tard, la situation a évolué de manière contrastée. Malgré

ses efforts, la Bourse de Budapest n'a pas pu attirer les opérateurs étrangers. Elle fait l'objet d'une véritable désaffection et ne contrôle qu'un nombre réduit de transactions sur ses propres valeurs nationales. La Bourse de Varsovie, selon son projet, a d'abord gagné la confiance des épargnants locaux, qui ont souscrit en masse aux introductions de titres de nouvelles sociétés. En assurant les mécanismes de transparence, d'égalité d'accès et de prix sur un marché central unique, elle garantit à tous les intervenants, polonais ou étrangers, des conditions d'intervention égales. Des investisseurs étrangers s'y sont ensuite progressivement engagés ; ils ont pu prendre leurs bénéfices et corriger la hausse fabuleuse des cours en 1993 (400 % en \$!) sans accidents, les investisseurs nationaux prenant le relais.

3 - Quels sont les caractères essentiels d'un marché émergent européen ?

Il n'est pas inutile de s'interroger sur les caractères communs des différents marchés émergents européens ; ces caractères sont en effet communs aux Bourses d'Europe Continentale et permettent de dessiner un véritable modèle boursier européen.

— *Une commission de contrôle indépendante peut seule assurer la réglementation du marché*

163

Seule, cette commission indépendante apporte aux investisseurs locaux et étrangers la confiance dans les procédures de cotation et de négociation des titres mis sur le marché ; elle assure l'équité entre les intervenants.

Prague ne dispose pas de cette entité de contrôle, et s'en trouve retardé pour acquérir la crédibilité internationale qui devrait être la sienne. En revanche, la Bourse de Varsovie doit beaucoup à sa Commission des Opérations de Bourse, qui a su en deux ans traiter de délits d'initiés, de fraude d'un négociateur, d'information erronée communiquée par un émetteur, etc. Chacune de ces épreuves aurait pu l'ébranler, elles ont en réalité conforté la Bourse, grâce à la solidité de sa Commission. L'exemple montre que, non seulement marché et réglementation ne s'opposent pas, mais qu'un marché est plus fort quand il est accompagné d'un organisme chargé de faire respecter ses règles de fonctionnement. C'est du moins ce qu'a conclu Vilnius, qui veut faire de la Commission spécialisée (Securities Exchange Commission) un élément fondamental du développement de sa Bourse.

— *Les contraintes imposées aux sociétés cotées doivent être progressives.*

Les sociétés cotées à Prague ou Vilnius sont venues à la cote à partir de procédures de privatisation de masse. Dans la première année de leur inscription, il est exclu qu'elles répondent aux critères d'information exigés des sociétés cotées de longue date. C'est pourquoi ces deux Bourses ont créé un compartiment spécifique de la cote, réservé à ces valeurs ; elles ne rejoignent la cote officielle qu'après avoir satisfait à un niveau d'information financière suffisant.

A Prague, seules quelques sociétés ont obtenu cette admission. En Pologne, le haut niveau des critères de transparence financière, de comptabilité, exigés des sociétés demandant leur admission à la Cote Officielle, explique le nombre réduit de sociétés cotées à la Bourse de Varsovie : moins de 30 en juin 1994. Pour permettre une diffusion plus large de l'actionnariat, et parce que la maturité des opérateurs le permet, la Bourse de Varsovie envisage le développement d'un Second Marché, justifiant de contraintes allégées.

— *Un système de négociation électronique est une condition des succès observés*

164

C'est un point commun à tous les marchés réglementés des Bourses émergentes d'Europe de l'Est : ils ont choisi le modèle « order driven » des places d'Europe continentale.

En revanche, la mise en œuvre de ce système diffère largement.

Certaines Bourses, comme celle de Budapest, sans doute poussées par les conseillers anglo-saxons de la Communauté Européenne, ont voulu réaliser une cotation en continu dès l'ouverture. La tentative était dérisoire, puisqu'aucune règle n'imposait la concentration des ordres sur le marché Boursier. Le système est resté vide. Pendant les premières années, il n'a pu rassembler que quelques dizaines de négociations chaque jour, réduisant à rien l'intérêt de la cotation en continue.

En réalité, le premier impératif du système de négociation réside dans le respect des contraintes de back-office des opérateurs. Le principe ; « pas de nouvelle session de négociations avant le dénouement de la précédente », a conduit la Bourse de Varsovie à ne réaliser qu'une cotation par fixing chaque semaine dans sa première années de fonctionnement. Elle n'atteindra qu'à la fin de 1994 une cotation quotidienne. Le système de négociation qui assure la concentration des ordres d'achat et de vente sur un carnet d'ordre électronique permet aisément de passer d'une cotation par fixing, ne produisant qu'un cours par jour, à une cotation en continu, qui assure le rapprochement des ordres de vente et d'achat en temps réel.

Le choix d'un système de négociation électronique centralisant tous les

ordres présente un autre avantage dans un pays de marché émergent ; parce qu'ils peuvent être animés par de simples courtiers apportant les ordres de leurs clients, ces systèmes permettent une économie de capital importante. La fonction de courtier n'est pas consommatrice de capital comme l'est celle de teneur de marché — *marker-maker*. La sécurité des transactions n'est pas en jeu ; elle est indépendante de la surface financière des intermédiaires. Un système de clearing et de garantie a été développé par les Bourses de Varsovie et de Prague pour apporter à l'investisseur une garantie de bonne fin des opérations effectuées par le marché, quelle que soit la situation de son intermédiaire.

— *Obéir aux standards internationaux pour le dénouement est une condition de crédibilité*

Dans le contexte de la démocratisation, il n'a pas été aisé de choisir un modèle de marché centralisé et réglementé, mais plus difficile encore de choisir des procédures de règlement-livraison interdisant tout mouvement de papier. Comment réagiraient les particuliers nouveaux propriétaires d'actions, en découvrant qu'ils n'auraient même pas la satisfaction de la détention physique de leurs titres ?

A titre d'exemple et afin d'obéir aux standards internationaux, les autorités boursières polonaises ont dû contourner le code de commerce des années 30, remis en vigueur en 1989, qui imposait la forme papier des titres. La solution a consisté à créer une « *jumbo share* » représentant la totalité du capital de la société cotée. Cette action papier est immobilisée pour toujours chez le dépositaire central, et les transferts de titres vers les acheteurs sont réalisés par simples écritures ; la circulation scripturale est entrée dans les mœurs.

A Prague, ce choix n'a pu être poussé à son terme. Un registre central est supposé suivre l'identification de tous les détenteurs de titres. En Hongrie, après avoir permis la circulation de titres papier, les autorités boursières tentent maintenant d'engager un coûteux projet de dématérialisation.

Le risque est en effet considérable. Pour pallier les dysfonctionnements qu'ils constatent ou prétendent constater dans les systèmes de règlement et de livraison de ces pays, les grands custodians internationaux remplacent en effet la négociation des titres par l'échange en interne d'European Depository Receipts (EDR), comme ils ont développé dans le passé les ADR (American Depository Receipts). Ainsi, des places telles que Budapest ont-elles perdu la négociation des titres nationaux les plus attrayants au profit des grands intermédiaires.

Un enjeu majeur ; l'intégration européenne.

L'enjeu de la mise en place et du développement de marchés boursiers dépasse de beaucoup la cotation des valeurs et la réussite des privatisations : il concerne le succès de la démocratisation toute entière, de la diffusion de la propriété privée du capital des entreprises, de l'intégration des investisseurs nationaux à l'espace financier international.

Quand ils ont fait le choix de la rigueur est misé sur le long terme, quand ils ont pu assumer politiquement des choix techniques de contrôle et de réglementation, certains de ces marchés émergents, peuvent, tels Varsovie, se confronter aux marchés plus anciens d'Europe de l'Ouest. Ils peuvent surtout engager l'évolution qui conduit des décisions initiales prises sous l'impulsion ératique, à la responsabilité croissante des professionnels dans l'organisation, la réglementation et le développement de leur marché.

En revanche, s'ils ne peuvent prendre le choix de la rigueur dans la phase initiale, les marchés émergents risquent de perdre pour longtemps le contrôle de leurs flux et se trouvent de fait réduits à une situation de dépendance à l'égard des grands acteurs internationaux. L'allocation d'actifs est soumise à des modes ; celle de 1993, qui a fait flamber au-delà de toute mesure certains marchés émergents, a permis d'apprécier la fragilité de certaines structures de marché, fragilité d'autant plus grande qu'elles n'avaient pas développé un actionnariat local puissant avant d'attirer les capitaux internationaux.

C'est sans doute l'enseignement majeur de ces comparaisons ; seul, le choix initial qui consiste à associer étroitement, à travers des mécanismes de marché adaptés, les entreprises admises à la cote et les investisseurs nationaux, permet de construire un marché apte à grandir, se diversifier, traverser les mouvements mondiaux de capitaux et progresser vers l'intégration économique à l'Europe.

Comme le montre le tableau ci-dessous, établi à la fin de 1993, il est maintenant possible aux investisseurs, aux intermédiaires français de choisir les marchés où investir, non seulement en fonction des perspectives économiques des pays qu'ils représentent, mais également en fonction des perspectives économiques des pays qu'ils représentent, mais également en fonction de la facilité d'accès et de la sécurité de dénouement des transactions qu'ils offrent aux étrangers. Et le fait que Varsovie, premier des partenaires de la Bourse de Paris, soit aussi le premier de ce palmarès, est à porter au crédit de la démarche de coopération boursière développée dans l'intérêt des deux places.

Tableau comparatif des bourses d'Europe

	Budapest	Bratislava	Ljubljana	Prague	Varsovie	Vilnius
<i>1- Informations générales</i>						
Ouverture	juin 1990	Avril 1993	Mars 1990	Avril 1990	Avril 1991	Septembre 1993
Système de cotation	continu sur paquet fixing pour hors cote	continu informatisé	continuité informatisée	fixing informatisé	fixing informatisé	fixing
Informatisation système de cotation	Mars 1993	Avril 1993	Mars 1994	Avril 1993	Avril 1992	prévu pour 1994
Informatisation système post-marché	non	Avril 1993	Mars 1994	Mai 1993	Janvier 1992	prévu pour 1994
Fréquence des cotations	quotidiennes	quotidiennes	quotidiennes	2 par semaine	quotidiennes en 1994	hebdomadaires
Contrats à terme et optionnels	oui	oui	non	non	non	non
<i>2- volume de transactions</i>						
Nombre d'actions à la cote officielle	10	10	16	3	22	0
Nombre d'actions négociées hors cote	15	507	0	1000	0	50
Nombre d'emprunts d'Etat	16	3	3	6	9	0
Nombre d'autres emprunts	1	2	15	3	0	0
Moyenne de transactions sur actions	20 millions USD mois	inf. à 100 000 USD	30 millions USD mois	80 millions USD mois	500 millions USD mois	inf. à 20 000 USD
Transactions moyennes sur obligations	50 millions USD mois	Inf. à 300 000 USD	40 millions USD mois	1 million USD mois	4 millions USD mois	0
Transactions moyennes hors bourse	non disponible	inf. à 100 000 USD	pas de transaction	250 millions USD mois	interdit	inf. à 20 000 USD
Nombre moyen d'ordre par séance	500	500	non disponible	15 000	50 000	non significatif
Moyenne d'ordres exécutés par séance	150	50	non disponible	5 000	30 000	non significatif

Tableau comparatif des bourses d'Europe (suite)

	Budapest	Bratislava	Ljubljana	Prague	Varsovie	Vilnius
3. Brokers Nombre de brokers (dont banques) Monopole des brokers Participation de brokers étrangers Supervision et accréditation Capital minimum Service d'inspection à la Bourse Droit d'entrée par brokers Redevance institutionnelle annuelle Redevance par négociation	47 (13) cote officielle oui States Securities Supervision Board négociateur 50 000 \$ contrepart. 500 000 \$ oui 80 000 USD 10 000 USD non disponible	25 (24) toutes valeurs oui Ministère des Finances 30 000 USD 3 000 USD 0,25 % des transactions non	61 (24) cote officielle oui Securities Exchange Commission 100 000 USD oui 2 000 USD 6 000 USD 0,10 % des transactions non	62 (30) toutes valeurs oui Ministère des Finances négociateur 70 000 \$ contrepart. 350 000 \$ oui 20 000 USD 6 000 USD 0,125% transactions 0,25% pour hors cote oui	24 (21) toutes valeurs oui Securities Exchange Commission 900 000 USD oui 85 000 USD 6 000 USD 0,25% sur actions 0,10% obligations oui	51 (2) toutes valeurs non Securities Exchange Commission 1500 USD oui non déterminé non déterminé non déterminé oui
4. Règlement - Livraison Confirmation des négociations Forme des valeurs mobilières Existence d'un Dépositaire Central Système de livraison contre paiement Délai normalisé de livraison Fonds de garantie des négociations Fonds de garantie dépôts des clients Règles comptables titres et espèces	confirmation autonome matérialisées porteur et nominalif depuis Octobre 1993 oui T + 5 en 1993 non non oui	confirmation par le système négociation matérialisées ou non porteur et nominalif Registre Central oui T + 3 / T + 10 en 1994 non non	non dématerialisées porteur et nominalif oui oui T + 2 non oui oui	confirmation par le système négociation dém. immobilisées porteur et nominalif oui oui T + 3 non oui	confirmation par le système négociation dématerialisées porteur oui oui T + 3 non oui	confirmation par le système négociation dématerialisées porteur et nominalif oui oui T + 4 oui non oui
5. Investisseurs Plan de privatisation de masse Nombre de comptes titres Interventions d'investisseurs étrangers Tenue de comptes pour étrangers Restrictions investissements étrangers	prévu 1994/1995 non disponible oui oui titres nominatifs pas d'emprunts d'Etat	fait 1 000 000 non non oui	prévu 1994/1995 non disponible oui oui non	fait 6 000 000 oui oui non	prévu fin 1995 200 000 oui oui non	fait 1 500 000 non non non si participation <50%