

Le développement des Bourses en Europe orientale

Jonathan Miller,

Directeur général, Garside Miller Associés

Bien que l'implantation de Bourses des valeurs en Europe orientale soit aussi importante que souhaitable, les autorités qui en ont la charge seraient bien inspirées de s'en tenir, dans leur soutien au marché des titres, au minimum absolument nécessaire. Elles doivent résister à la tentation d'adopter des systèmes trop perfectionnés, des technologies trop avancées, des réglementations trop complexes. Elles doivent avoir en vue les systèmes les plus simples possibles. Elles doivent même se montrer très prudentes dans leurs emprunts aux modèles occidentaux, aussi simples soient-ils.

Cette stratégie minimaliste n'induit nulle critique des autorités des pays d'Europe de l'Est. Elle ne repose sur aucun préjugé à l'égard des perspectives à court terme qu'offrent leurs capacités ou leurs compétences. Elle se contente de reconnaître qu'une bonne gestion est la clef du succès et que la formation de marchés de capitaux dans des pays non-capitalistes est, pour le moins, un défi. Les managers y auront à surmonter, outre l'ignorance et le manque d'habitude qui y prévalent, une certaine hostilité à l'activité boursière en tant que telle. Ils devront obtenir une coopération positive des organismes amenés à jouer un rôle dans les différents domaines relatifs à l'implantation d'un marché des capitaux : de la réglementation bancaire et boursière à la protection des consommateurs, en passant par la politique industrielle, l'installation d'équipements bancaires et financiers, la privatisation des entreprises d'Etat, la définition des droits de propriété ou la mise en œuvre d'une politique financière, sans oublier le cadre législatif indispensable à chacun de ces domaines. Les managers doivent également s'assurer de la participation constructive des membres de la Bourse tout en encourageant, voire en cajolant, les instances boursières de façon à être en mesure de prendre des décisions rapides en connaissance de cause et à point donné. Rien ne saurait leur nuire plus qu'un surcroît de complexité, tant dans leurs

programmes d'exécution que dans les accords commerciaux ou les règlements.

L'exigence initiale devrait être celle des « os à nu ». J'entends par là : 1) la volonté d'utiliser le marché doit exister ; 2) les instruments financiers nécessaires aux transactions doivent exister ; 3) le marché doit être transparent ; et 4) le marché doit être honnête. Au regard de ces quatre conditions, la nature spécifique du système d'échange — l'objectif classique des projets d'implantation d'une Bourse — ne revêt qu'une importance secondaire.

Les cœurs et les esprits

Commençons par le commencement : les fondateurs de la Bourse doivent avoir pour conviction que c'est une institution hautement bénéfique. C'est une tâche longue et ardue ; ils devront convaincre d'autres personnes et s'ils ne sont pas vraiment convaincus eux-mêmes, il ne réussiront pas.

Leurs collègues, les politiques et le public de leurs pays, à l'instar des étrangers susceptibles de leur apporter une assistance technique, auront besoin d'être persuadés. Le préjugé selon lequel la Bourse est un casino, ou bien un paradis pour initiés, doit être abordé à bras-le-corps. L'opinion courante selon laquelle elle joue, de manière inhérente, un rôle moins important que la fourniture d'une aide matérielle doit être remis en question. Quels sont les arguments que les promoteurs du projet de création d'une Bourse devraient employer ?

1. La création d'une Bourse des valeurs est un gage de l'acceptation par l'administration des vertus de la liberté du marché. Cela constitue le meilleur symbole d'une conversion sans arrières-pensées au capitalisme, aussi bien que l'affirmation d'une volonté politique.

2. La création d'une Bourse peut également contribuer à affirmer une identité nationale ou ethnique. Les Slovènes disposent d'une Bourse à Ljubljana. En Tchécoslovaquie, les Slovaques aimeraient en créer une à Bratislava pour contre-balancer celle des Tchèques à Prague. Il ne fait guère de doute que des aspirations du même ordre vont apparaître dans les républiques soviétiques et les Etats qui sont appelés à leur succéder.

3. Dans la pratique, la Bourse joue un rôle important dans la mise en œuvre d'une politique monétaire. Des taux d'intérêts à long terme déterminés par le marché peuvent être générés grâce à elle ; la Banque centrale peut y opérer à marché ouvert et c'est par son intermédiaire que le public peut être persuadé d'investir ses liquidités excédentaires dans des actifs non-monétaires.

4. L'existence d'une Bourse est un complément nécessaire à la privatisation parce qu'elle est porteuse d'un éventuel « marché secondaire » des liquidités sur lequel les souscripteurs des titres initialement émis pourront réaliser leurs bénéfices.

5. Chaque pas menant à un marché financier libre, juste, liquide, sûr et bien informé vaut d'être franchi en soi et la création d'une Bourse constitue un objectif, un but, qui conduit les autorités à se lancer dans cette voie aux multiples vertus. L'abolition du contrôle des échanges et des capitaux, la liberté de détenir et de transférer des actifs financiers aussi aisément que les

autres actifs, l'établissement de justes prix, la présence de liquidités pouvant servir aux opérations bancaires et au crédit, la sécurité qu'engendrent des transactions dûment honorées et une gestion prudente des capitaux, sans oublier le plus important, la transparence des affaires financières du pays : nombreux sont ceux qui conçoivent combien de tels avantages sont enviables sans pour autant avoir pleinement conscience que l'existence d'une Bourse y est indissociablement liée.

6. Lorsque ces pas auront été franchis, la Bourse elle-même pourra permettre de les combiner pour encourager les prix à s'établir de manière à guider rationnellement l'effort économique.

Ce dernier point vaut d'être argumenté, car on lui oppose souvent que la fonction essentielle de la Bourse est de soutenir le marché primaire, qui injecte de l'argent frais dans les nouvelles entreprises. Selon ce critère, les Bourses de Londres et de New York, par exemple, sont des échecs puisque les entreprises britanniques et américaines se financent plutôt, comme on l'a souvent observé, par des rétentions et des emprunts bancaires que par l'augmentation de leur capital. Cette objection est, quoi qu'il en soit, déplacée. Le marché secondaire détermine la base estimative qui permet de juger de la valeur des entreprises dans tous les cas de financement. Cette estimation indique en outre aux actionnaires les performances des gestionnaires. Dans des pays tardivement venus au capitalisme, la qualité de l'établissement des prix revêt une importance primordiale.

Une question revient souvent : « sommes-nous de taille à avoir une Bourse ? » La réponse devrait toujours être « oui » — à condition que des titres soient effectivement émis et qu'existe le désir d'en faire le négoce. Si les Mongols d'Oulan-Bator veulent mettre sur pied leur propre Bourse, on devrait les y encourager : c'est une dimension de la liberté en même temps qu'un élément du marché des capitaux. On ne devrait, en revanche, pas les encourager à imaginer que la fondation d'une Bourse nécessite une haute technologie et un personnel nombreux, ou, pire encore, que tous ces membres n'auront d'activité que boursière. On dit que, lorsque les fondateurs de la Bourse turque contactèrent la Bourse de Londres pour en tirer conseil, leur première question fut : « Combien d'ordinateurs nous faut-il ? ». La Bourse turque a heureusement, connu le succès, mais ce n'était vraiment pas la bonne question.

Tous les marchés financiers n'ont évidemment pas besoin de Bourses, et les entreprises peuvent choisir de fixer le prix de certains actifs en fonction d'impératifs politiques plutôt que par le jeu du marché. Mais cela ne retire rien aux avantages extraordinaires qu'apporte la Bourse dans le vaste domaine qui est sans conteste le sien.

Les produits financiers

Aussi essentielle à la transformation des économies communistes qu'elle soit, la création de titres dont la valeur est déterminée par des actifs et des entreprises appartenant à l'Etat n'est pas chose aisée.

La difficulté pratique, dans la création de ces titres, réside dans une

identification adaptée des entités économiques qui permette de se tenir derrière elles ; plus précisément, elle se trouve dans le degré d'insolvabilité ; les créanciers n'y connaissent pas bien leurs droits, et leur propre balance des comptes en pâtit. Cette situation est susceptible d'empirer au fur et à mesure que les effets de l'inflation se feront sentir sur les capacités de financement des entreprises.

La difficulté technique, dans la création de titres précédant la privatisation, tient au temps qu'il faudra pour mettre en œuvre une réforme de la comptabilité — ce qui implique la formation de comptables et d'expert-comptables —, afin de se conformer aux usages occidentaux en la matière ; pour adapter ensuite une telle réforme aux données historiques : la norme de la CEE, selon laquelle les prospectus doivent comporter un bilan des trois dernières années, serait bien trop sévère pour beaucoup d'entreprises est-européennes.

Quant à la difficulté politique que peut rencontrer l'émission de ces titres, elle provient de la crainte que s'ils ne sont pas distribués uniformément à la population toute entière (ce qui n'est guère praticable), leur répartition ne sera pas équitable, et ce au détriment des petits porteurs. Si ceux qui en tirent avantage se trouvent être des étrangers, le problème politique n'en sera que plus aigü. Ces craintes sont aggravées par l'absence d'un marché où l'on pourrait en mesurer l'impact.

Tous ces problèmes sont bien connus et ne méritent pas d'être détaillés. La question est de savoir quelle est la manière la plus simple de les aborder, ce qui fait l'objet de nombreuses études. N'étant pas un spécialiste du financement des entreprises, j'hésite à empiéter sur un domaine qui n'est pas le mien mais, au risque d'aligner des évidences, j'estime qu'un schéma viable pourrait comporter les éléments suivants :

a) L'entité dont des parts vont être proposées au public devrait être une nouvelle société, créée dans le but d'acheter des actifs à l'Etat. Ainsi, ses conditions financières initiales seraient saines. L'Etat ne vendrait alors que les seuls actifs à la nouvelle société, à la manière d'un syndic de liquidation mettant des actifs en vente. Le passif de l'entreprise et toutes ses obligations à l'égard d'autres entreprises devraient être du ressort de l'Etat. Cela devrait réduire considérablement un fardeau comptable qu'il eût fallu porter avant même l'émission. Les compteurs de la nouvelle société seraient remis à zéro en matière de choix de l'encadrement et de la main-d'œuvre, sans hériter de tous les problèmes du passé (même s'il est probable que l'accord de vente conclu entre l'Etat et la nouvelle firme comporte des clauses humanitaires concernant les licenciements et la garantie de l'emploi du personnel retenu).

b) Le paiement de l'acquisition pourrait se faire soit en liquide, à la suite de l'émission des actions, soit en titres que l'Etat se chargerait de vendre lui-même. Quel que soit le mode de paiement, la valeur des actions devrait être déterminée en se référant à de futurs bénéfices, à l'instar des accords privés que bien des firmes concluent actuellement. C'est ainsi qu'une vente pourrait être effectuée en 1991 sur la base de cinq fois les gains de 1993, avec paiement minimum de x roubles/forints/krones etc. ; lequel minimum constituerait un premier acompte sur les dividendes. Si les parties pouvaient tableer avec certitude sur l'existence d'un marché des valeurs en 1993, le multiple des

gains pourrait être défini en fonction de l'activité de ce marché — disons 0,7 fois la moyenne du marché pendant une période de référence spécifiée.

c) La souscription s'effectuerait par soumission concurrentielle, incorporant le processus circulaire qui donne aux soumissionnaires l'occasion de sonder leurs propres clients afin de mesurer l'intérêt de l'émission selon un triple critère comparatif, conjoncturel et temporel. S'il existe un nombre et une variété suffisants de soumissionnaires pour éviter toute collusion, ce système est efficace parce qu'il fournit au vendeur bien plus d'informations sur les dispositions du marché que ne le permet une soumission à prix fixe.

La transparence

La caractéristique déterminante d'un marché est la transparence des termes d'une transaction. Si cette transparence fait défaut, si les transactions ne sont pas divulguées, alors on ne saurait véritablement parler de marché.

Le rôle clé d'une Bourse est de permettre cette transparence. A l'origine, les Bourses s'en acquittait en stipulant que toute transaction entre ses membres devait être conclue en un temps et en un lieu donnés et devait être publiée. En Europe orientale, la tendance devrait être de suivre cette voie, au moins en installant une corbeille, et, mieux, en attribuant aux seuls membres de la Bourse le monopole des transactions de valeurs boursières.

Une bonne partie de l'intérêt potentiel pour l'investissement dans les titres est-européens repose cependant sur les banques et institutions locales ou étrangères, susceptibles de traiter entre elles au téléphone. En Hongrie, par exemple, seuls 5 % des échanges de titres se font à la corbeille.

La transparence exige que les affaires conclues hors de la corbeille soient soumises aux membres de la Bourse, ce qui nécessite que les autorités boursières disposent d'un système d'information rassemblant des données transactionnelles et permettant de les diffuser. Les autorités boursières doivent également s'assurer que l'activité transactionnelle toute entière se reflète dans la liste officielle. L'idéal serait d'ailleurs qu'elles puissent fournir la liste des cotations en temps réel, tant au grand public qu'aux membres de la Bourse.

Dans le passé, la première chose que devaient faire courtiers et opérateurs consistait, sur certains marchés naissants, à informer leur Bourse des offres de prix et des soumissions qu'ils désiraient effectuer, lesquelles étaient consignées sur un même document qui était porté à la connaissance de tous les membres. En d'autres cas, ils devaient signaler toutes les transactions qu'ils avaient effectuées à fins de publication. Si le volume des affaires est modeste, un compte-rendu de transaction ou un rapport d'offre peuvent aisément circuler sur le papier.

La révolution dans les communications a rendu la transparence facile à imposer sur le plan matériel : télécopie, télétexte, câble, radio et ainsi de suite. Pour une Bourse de taille modeste, cet aspect de la question ne devrait pas poser de grands problèmes. La principale difficulté consiste à faire respecter par les membres un engagement à signaler leurs transactions. Des règles efficaces doivent être établies, stipulant, par exemple, que les banques et les conservateurs des hypothèques ne peuvent effectuer de transformations sans

que les instructions afférentes ne soient, de quelque manière, validées par la Bourse. Une telle règle devra reposer sur une réglementation anti-fraude, visant par exemple des membres de la Bourse utilisant leur propre système de dépositaire et permettant à leurs clients d'effectuer des transactions sans en aviser la Bourse. Ceci dit, l'expérience est d'une grande richesse dans le domaine et je ne vois aucune raison particulière pour que l'apport en transparence ne soit pas direct, à un coût proportionnel à l'échelle envisagée d'un marché.

En tout état de cause, la Bourse devrait conserver ses listes de prix, de façon à ce que les plaintes et les allégations de malversations puissent être soumises à enquête, en accord avec les exigences du quatrième « os nu ».

L'honnêteté

Si les règlements et modalités favorisant la transparence donnent aux autorités les moyens de voir ce qui est en train de s'accomplir, il reste à définir une méthode pour déterminer et contrôler *qui* l'accomplit. Cela peut être réalisé soit par l'attribution, régie par la loi, d'une licence aux prestataires de services financiers, soit en contrôlant étroitement l'habilitation des membres de la Bourse. Dans les deux cas, l'objectif est de s'assurer que les opérations de firmes du secteur financier sont menées par des personnes « capables et convenables ».

Ces personnes et les firmes pour lesquelles elles travaillent doivent être susceptibles de respecter les règles générales en cours dans les affaires, dont les « Douze principes » publiés par la Commission des Titres et de l'Investissement du Royaume-uni fournissent un bon exemple. Les clients devraient avoir connaissance de ces règles, et s'ils venaient à avoir quelque motif de plainte, ces règles pourraient leur permettre d'obtenir réparation. Une nouvelle Bourse, même de taille modeste, devrait être en mesure de proposer un arbitrage indépendant en cas de plainte, tandis que le droit commun devrait permettre aux plaignants de se tourner vers les tribunaux s'ils estiment avoir perdu de l'argent à la suite d'une entorse à la réglementation boursière.

En outre, la Bourse devrait disposer de pouvoirs disciplinaires, allant de la suspension à l'expulsion, en passant par le blâme public ou privé, l'imposition de frais d'enquête et toutes autres formes d'amende.

La meilleure incitation à une conduite honnête consiste cependant à faire savoir que les infractions seront découvertes tout en définissant clairement ce qui constitue une infraction.

Tout ce qui précède repose sur la conviction que le marché, la nature des titres, la transparence des prix et l'honnêteté devraient être incontestables, ce que chacun peut admettre. Ce qui est différent, voire un tantinet pervers, c'est que je n'ai fait nulle mention des divinités jumelles des Bourses occidentales : liquidité et centralité.

La liquidité procure une raisonnable certitude aux investisseurs quand à la possibilité de vendre et d'acheter quand ils le souhaitent. Sur toutes les places financières, elle s'appuie sur des conventions spéciales ou des mesures

institutionnelles, telle que la présence d'experts à New York ou celle des *market markers* à Londres.

La centralité concerne l'ordre des flux et cherche, en principe, à faire en sorte que les prix soient fixés en fonction d'une connaissance totale de la confluence des ordres sur le marché. Elle se manifeste notamment par une réglementation « en ligne directe » selon laquelle les transactions négociées hors de la corbeille doivent être officialisées à la corbeille, afin de les rendre transparentes et de permettre — non sans quelques restrictions — à d'autres membres d'intervenir dans le but d'effectuer leurs propres opérations dans les meilleures conditions.

Je n'ai pas même mentionné la nécessité d'un accord sur un système transactionnel spécifique ou sur le protocole, même si l'une des premières préoccupations des initiateurs d'un projet de Bourse consiste à choisir quel modèle imiter. Faut-il ressembler à Hong Kong ? New York ? Ou Paris ? Ou bien Londres ? Ou encore Tokyo ? Telle est, ou peu s'en faut, la première question, leurs conseillers occidentaux ont tendance à s'inspirer des exemples occidentaux. A Budapest, la Bourse de Genève est considérée comme un modèle séduisant. A Varsovie, celle de Lyon a de nombreux partisans. Mais, je l'ai déjà dit, j'estime que le choix du système est d'importance secondaire.

Si les courtiers et les opérateurs sont contraints de se comporter honnêtement et si leurs activités sont transparentes, jusqu'où faut-il se préoccuper des conventions d'ordre commercial qu'ils adoptent entre eux ? Il y va de leur propre intérêt que les transactions soient honorées et les accords respectés. C'est à eux de choisir les méthodes le permettant. Les autorités doivent, bien sûr, intervenir si les choses tournent mal, mais il semble absurde de rendre leur implications obligatoires et d'en faire une priorité abolue.

Je ne veux pas dire par là que les liquidités, la centralité et le mode de transaction n'ont aucune importance; Ces éléments sont simplement beaucoup moins important que les quatre os à nu. Je soutiens que si cette opinion est loin de prévaloir parmi les experts des marchés financiers, c'est que tous les précédents en matière de création de Bourse des valeurs ont eu lieu dans des pays de tradition capitaliste. Les titres y existaient déjà dans la mesure où existaient des entités possédantes : les firmes. Les lois régissant la propriété, les contrats ou l'insolvabilité y étaient adaptées à l'activité commerciale capitaliste. La communauté était habituée au système de la libre entreprise. Lorsqu'aucune de ces conditions n'est réunie, comme en Europe orientale, il faut repartir à zéro, alors qu'en Occident, l'essentiel était déjà réalisé.