

ENVIRONNEMENT DE RÉGLEMENTATION SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

RUDOLF VAN DER BILE*

L'évaluation de l'environnement de réglementation du marché boursier d'un pays constitue un facteur-clé pour la réalisation d'investissements sur les marchés émergents. Les règles contenues dans les lois et réglementations, et la capacité et le sérieux du gouvernement et des corps de réglementation à veiller au respect de ces règles, influenceront la capacité des gestionnaires de portefeuille à réaliser leurs objectifs-clés — augmenter les rendements, minimiser les coûts de transaction et la gestion du risque.

Les lois et réglementations exerçant une influence sur les marchés d'un pays ne se limitent pas à celles qui sont administrées par une commission boursière locale. Les facteurs contribuant à l'environnement pour l'investissement incluent la facilité d'application des droits contractuels et de propriété élémentaires, les pratiques de direction des sociétés («la bonne gestion des affaires») et les droits des détenteurs d'actions compris dans les statuts de société, ainsi que les règles réglementant la structure de la propriété industrielle et financière - y compris les politiques de concurrence et les contrôles sur le l'exécution de transactions boursières pour le compte propre des sociétés de bourses et autres conflits d'intérêts-, qui préviennent les marchés de la domination d'un confortable groupe d'initiés.»

Les investisseurs étrangers se préoccupent également d'aspects de la réglementation dont ne se soucient guère les investisseurs nationaux, comme les règles relatives aux taxations et aux contrôles des changes, lesquelles affectent directement leur capacité à régler les capitaux et les bénéfices.

Cet article ne couvrira pas une gamme aussi étendue de questions. Il se concentrera sur la réglementation boursière classique par un gouvernement et des organisations d'auto-réglementation. Il convient néanmoins de ne pas négliger ces autres domaines lorsque l'on procède à l'évaluation d'un marché donné.

41

* *Département des Marchés Financiers, Société Financière Internationale.*

Un sérieux effort de réglementation constitue généralement une précondition à l'efficacité, à la transparence et à la crédibilité des opérations sur un marché boursier. Les techniques d'opération sur les marchés émergents ont fait l'objet d'analyses poussées au cours des dernières années. Le mode d'application de ces techniques dans un pays donné dépendra souvent de l'environnement de réglementation de celui-ci. Une autre question qui souligne l'importance de la réglementation sur un marché émergent est liée à la question de la recherche sur les investissements sur les marchés émergents. Les techniques utilisées sur un marché spécifique seront adaptées, d'une part, aux types d'informations disponibles sur les sociétés et les transactions, et, d'autre part, à la qualité de ces informations — y compris les exigences en matière de divulgation financière et autres pour les émetteurs, l'information issue de services comme les agences d'évaluation («agences de notation»), et les données sur les volumes d'échanges et les prix.

La quantité d'informations pertinentes et leur exactitude, leur opportunité et leur état complet, dépendront en partie des critères imposés par le gouvernement et les organisations d'auto-réglementation, et également du sérieux avec lequel ces critères sont appliqués. A mesure qu'un marché grandit et devient plus sophistiqué, la qualité de l'«information» exigée par les régulateurs stimule souvent l'émergence de services d'information qui se livrent une concurrence sur la base de leur capacité à délivrer une information utile aux investisseurs, y compris aux investisseurs étrangers.

Un autre exemple de l'importance du régime de réglementation pour les investisseurs de portefeuille étrangers a trait aux problèmes que posent éventuellement les marchés émergents pour les fonctions d'échange, de compensation, de règlement et de surveillance («Conservation des titres»). Sur ces marchés émergents disposant d'une forte capacité de réglementation, on reconnaît de plus en plus que le développement et la surveillance appropriée d'institutions destinées à remplir ces fonctions, peuvent considérablement accroître l'efficacité et la sécurité de ces marchés et les rendre plus attractifs pour les investissements de portefeuille étrangers.

Avant d'examiner plus en détail les caractères de la réglementation, il convient de s'attarder un instant sur la question de la comparaison d'environnements de réglementation sur différents marchés. La classification «marchés émergents» embrasse un ensemble de circonstances remarquablement variées. Certaines exigences de réglementation, en particulier la divulgation financière par les émetteurs et l'exactitude et l'exhaustivité du «reporting» des échanges, doivent être mesurés d'après de hauts critères internationaux. L'adéquation d'autres exigences de réglementation, comme les qualifications et le contrôle des surveillants («custodians»), peut dépendre davantage du degré particulier de développement d'un marché donné.

Comme nous l'avons appris après des décennies d'expérience sur les marchés développés, l'établissement d'un cadre de réglementation est un processus continu, non l'affaire d'un instant. Lorsque l'on examine l'environnement de réglementation d'un pays donné, il importe de considérer non seulement les critères qui y sont appliqués aujourd'hui, mais il faut observer également si les régulateurs soutiennent et sont attentifs à l'évolution continue des institutions et pratiques de leur marché.

I - La réglementation des marchés boursiers : Fonctions, Objectifs et Approches

Depuis le début des années 1980, le monde a été marqué par une tendance continue à la déréglementation économique et par un passage rapide d'économies à planification centrale à des économies de marché libre. Cette tendance a été accélérée par l'effondrement de l'Union Soviétique et du Bloc de l'Est. Ces pays abolissent progressivement les restrictions qui pèsent sur l'entrée, la propriété et les échanges, relâchent les contrôles sur le crédit et les taux d'intérêt, et comptent davantage sur les marchés financiers plutôt que sur l'Etat pour l'allocation de ressources financières. Mais, paradoxalement, la même ère de libéralisation atteste une préoccupation croissante pour la sécurité et l'efficacité des systèmes financiers, et pour le besoin de les réglementer.

43

En fait, le paradoxe n'est qu'apparent. La déréglementation économique ne signifie pas un simple retrait des réglementations, mais elle notifie plutôt que un relâchement des restrictions sur l'entrée, les échanges et la sortie afin d'autoriser une participation plus large et plus flexible sur le marché. Mais les règles qui définissent le cadre du marché et réglementent son fonctionnement sont encore nécessaires, parfois en raison même de la plus large participation rendue possible par la déréglementation. La réglementation, donc, est une composante nécessaire de la déréglementation.

Fonctions de la réglementation du marché boursier

La réglementation des marchés boursiers, particulièrement celle des nouveaux marchés ou des marchés émergents, remplit à la fois un rôle «disciplinaire» et un rôle de «développement» («developmental role»). Ces deux règles doivent être perçues comme complémentaires, et l'insistance portée sur l'une ou l'autre par les régulateurs d'un pays variera dans le temps. On peut envisager les fonctions de réglementation comme couvrant trois types d'activités, chacune pouvant avoir une dimension à la fois disciplinaire et de développement.

Un cadre de réglementation a pour première fonction de *définir les acteurs principaux* du système financier et le rôle des institutions boursières.

res au sein de ce système. Au niveau le plus général, le processus de réglementation définit la structure de base du système, comme les débats entre les partisans de la banque «universelle» et ceux d'un secteur boursier organisé et réglementé séparément. A mesure du développement des marchés, les régulateurs jugent nécessaire de définir des critères de base pour les nouvelles activités apparues sur le marché — comme les organisations de fonds mutuels ou celles de compensation et de règlement —, et de sélectionner les institutions qui seront éligibles pour s'engager dans ces activités.

La réglementation a pour seconde fonction d'*encourager* les participants du marché à adopter un comportement constructif, en conformant par exemple leurs activités à la «meilleure pratique» ou en investissant dans le développement de nouvelles institutions boursières. Par exemple, le grand cas qui est fait dans le schéma de réglementation américain de la «communication de l'information financière», par les intermédiaires financiers ou par l'émetteur, contribue à confier une partie importante du rôle «disciplinaire» à la place même. Les participants sur un marché modifient souvent leur comportement pour éviter de se livrer à des divulgations dommageables ou parce qu'ils veulent publier une information positive. Sur les marchés émergents, les régulateurs exigeront souvent la pratique d'une activité particulière afin d'encourager le développement d'un nouveau type d'institution au sein des marchés boursiers. Par exemple, au Chili les émissions publiques de titres doivent être estimées par une agence d'évaluation licenciée. Cette exigence gouvernementale a renforcé le côté de la demande d'un secteur de l'information national, stimulant ainsi l'émergence d'un certain nombre d'agences d'évaluation privées.

Troisième type d'activité de réglementation, et le premier qui vient à l'esprit lorsque l'on songe à la «réglementation» : *décourager* tout comportement portant atteinte à l'intégrité du marché. Ce type d'activité de réglementation est particulièrement important dans les secteurs financiers, en raison du risque systémique qui les caractérise — c'est-à-dire, le risque de contagion à l'ensemble du système, à partir de la non-solvabilité ou de l'effondrement d'une seule institution. Les dissuasions contre tout mauvais comportement, comme le «self-dealing» ou la spéculation («manipulation des marchés»), sont nécessaires en raison des problèmes spéciaux liés à l'asymétrie de l'information (i.e. un accès inégal à l'information) dans le secteur financier. Bien qu'il soit assez rationnel pour un acteur économique unique de vouloir profiter, dans le court terme, de l'asymétrie de l'information, les effets à long terme d'une telle conduite sur la crédibilité peuvent considérablement réduire le nombre des investisseurs et des émetteurs désireux de participer à ce marché, ce qui entravera sérieusement son développement et diminuera l'attrait du secteur boursier.

Objectifs de la réglementation

Les caractéristiques spéciales du secteur financier que nous avons mentionnées — le risque systémique et l'asymétrie de l'information — étayent les principaux objectifs de réglementation que les régulateurs sont tenus de balancer ; à savoir : l'intégrité, l'équité, et l'efficacité.

1. L'«intégrité du marché» inclue un certain nombre d'activités de réglementation qui minimisent le risque systémique et encouragent la participation sur le marché, comme :

- des mesures de surveillance «prudentielle» pour sauvegarder la solvabilité des institutions financières, maintenir ainsi la confiance dans l'ensemble du système financier, et protéger les épargnants ;
- l'encouragement d'un système des paiements efficace et stable, qui puisse réduire l'accumulation d'importants risques de garantie, améliorer la capacité des institutions financières à gérer leurs couvertures de risque, et d'enrayer la contagion ou les paniques financières ;
- la prévention de la fraude, de la spéculation, des délits d'initiés et autres abus analogues qui menacent l'intégrité du marché. Bien que peu de procès soient ouverts et que plus rares encore sont ceux qui débouchent sur une condamnation, les règles prévenant l'abus jouent un rôle dissuasif valable, et en leur absence les risques seraient plus grands.

2. L'«équité» constitue une préoccupation de la réglementation, non seulement pour des raisons politiques et sociales, mais aussi comme moyen de protéger la compétitivité et l'intégrité d'un marché. Par exemple, il convient d'encourager la concurrence au sein du marché financier en autorisant une entrée, des opérations et une sortie faciles pour les participants. En outre, il faut prendre des mesures pour réfréner la puissance de monopole en empêchant une domination du marché par les participants les plus importants. L'équité inclue également la volonté de fournir un accès à des actifs financiers appropriés à des investisseurs plus petits et moins sophistiqués, et d'assurer leur protection contre les abus de participants disposant d'une plus grosse puissance de marché.

3. L'«efficacité» est cruciale pour la capacité du secteur financier à réaliser ses fonctions principales, consistant dans le regroupement et l'allocation de ressources financières à des activités économiquement viables. Aujourd'hui que plusieurs pays ouvrent leurs économies et adoptent une approche davantage fondée sur le marché pour le développement et le fonctionnement des entreprises industrielles, l'allocation de capital et de crédit doit désormais répondre à de nouvelles et changeantes opportunités économiques. Les rôles disciplinaire et de développement de la réglementation boursière peuvent tous deux contribuer à l'existence de marchés boursiers mieux organisés et plus efficaces. Néanmoins,

L'efficacité des marchés peut souffrir à la fois d'une réglementation excessive et d'un manque de réglementation adéquate : il est important que la réglementation apporte sa contribution indispensable, mais elle ne doit pas devenir une fin en soi.

Les divers objectifs de la réglementation ne sont pas toujours aisément conciliables. En fait, la difficulté qui se pose lorsque l'on structure un système de réglementation, réside dans les buts souvent contradictoires de maintien de l'intégrité, de l'équité et de l'efficacité du marché. Un bon exemple est le degré de concurrence sur le marché. Bien que l'on puisse accroître l'équité en permettant à quiconque de s'engager dans un type donné d'activité, le but de l'intégrité du marché peut dépendre de la restriction de la participation, sur la base d'un capital minimum, d'une évaluation du savoir faire et des performances passées de la société. Dans d'autres cas, les considérations d'efficacité peuvent constituer le facteur déterminant. L'insistance sans cesse changeante parmi les objectifs de réglementation d'un pays constituera toujours un équilibre fragile pour les agences de réglementation boursières.

Approches : Réglementation directe vs. Auto-réglementation

46

Il existe sur pratiquement tous les marchés boursiers un certain degré de réglementation gouvernementale et d'auto-réglementation par le secteur boursier. Etant donné la double tendance à une plus grande confiance dans les forces du marché et à l'expansion des marchés boursiers nationaux dans le monde entier, on tend de plus en plus à formaliser les responsabilités respectives du gouvernement et du secteur.

La réglementation directe ou étatique signifie que le gouvernement confie le rôle de réglementation à une ou plusieurs agences chargées d'établir les règles du marché et de les faire appliquer. Peu importe alors que la réglementation repose entre les mains d'un ou de plusieurs ministres ; c'est en tout état de cause une partie intégrante de l'autorité exécutive et elle se trouve placée sous le contrôle du gouvernement.

L'auto-réglementation, d'autre part, renvoie à une situation où la réglementation des marchés financiers est en grande partie abandonnée à leurs participants, de manière à ce qu'ils déterminent quelles règles appliquer, comment les contrôler et contraindre à leur observance. Par exemple, la réglementation des marchés boursiers pourrait être laissée aux mains de la bourse, dont les membres élaborent leurs propres règles et réglementations régissant non seulement les échanges sur la bourse, mais aussi les qualifications et les critères d'activité qu'ils (les membres) doivent eux-mêmes remplir.

Les deux approches ont leurs vertus et leurs vices. L'auto-réglementation permet aux règles du marché de répondre aux véritables demandes

des participants ; mais le corps chargé de l'auto-réglementation peut sacrifier l'intégrité du marché pour un bénéfice à court terme à l'occasion d'un conflit d'intérêts entre l'un de ses membres et les clients de celui-ci. Les organisations chargées de l'auto-réglementation constituent fréquemment la meilleure source d'innovations pour les pratiques et les institutions du marché, mais elles peuvent également constituer un frein à la concurrence. En effet, elles agissent comme des « guildes » qui promeuvent les intérêts de leurs membres — elles peuvent essayer de fixer les prix, de réduire l'accès de nouveaux entrants, et s'opposer à des changements dans la structure sectorielle qui pourraient menacer l'intérêt à court terme de leurs membres. Si les agences de réglementation gouvernementales bénéficient du soutien politique et budgétaire nécessaires, ils sont souvent plus à même que les organisations chargées de l'auto-réglementation de faire abstraction des problèmes attachés à la conservation d'intérêts et peuvent procéder à l'introduction des changements indispensables aux marchés boursiers. Cependant, le Gouvernement peut souvent être handicapé par un manque de ressources financières et humaines nécessaires au développement de politiques techniques et à l'élaboration de critères sectoriels détaillés, ainsi qu'à la surveillance et au contrôle directs de l'activité du marché.

II - Une perspective globale sur la réglementation des marchés émergents

47

La dernière décennie a été marquée par une période sans précédent de croissance des marchés boursiers émergents. En 1992, ceux-ci avaient multiplié par onze leur capitalisation, qui s'élevait à 770 milliards de dollars US, et presque triplé leur part dans la capitalisation mondiale des marchés boursiers, laquelle est passée de 2,5% à 7%. Le volume d'échanges s'est trouvé multiplié par 25 par rapport aux niveaux de 1982, et le nombre des sociétés cotées sur ces marchés représentent à présent environ 40% des 30.000 sociétés cotées dans le monde.

La vaste croissance en taille des marchés émergents a été accompagnée par un processus de déréglementation et de libéralisation ; et cette tendance est particulièrement notable dans des domaines comme l'investissement étranger. Les raisons en sont évidentes. L'investissement étranger, à la fois de portefeuille et direct, a commencé à jouer un rôle important dans les pays en voie de développement, dont plusieurs souffrent d'une extrême rareté de capitaux, comme en attestent les déficits de leurs budgets nationaux et de leur balance des paiements extérieurs.

Dans le passé, ces pays ont tiré une quantité importante de capitaux de l'aide étrangère fournie par les nations industrialisées. Cependant, en

raison de la récession et de profonds dérangements économiques, cette source a tari considérablement, et il est devenu de plus en plus important pour les pays en voie de développement d'attirer d'autres sources de capitaux. Au surplus, après la crise de la dette, le prêt bancaire aux pays en voie de développement à revenu moyen a chuté dramatiquement, laissant un vide à combler.

A mesure que les marchés émergents sont entrés en concurrence les uns avec les autres pour la rare offre de capitaux d'investissement, les politiques de réglementation ont évolué en réponse à une prise de conscience croissante du fait que l'investissement se dirigera vers les pays qui posent le moins de barrières à l'entrée et à la sortie, et qui offrent les récompenses les plus attrayantes sous la forme de bénéfices nets d'impôt.

Par ailleurs, ces pays ont réalisé l'importance du développement de leurs propres marchés boursiers, d'abord pour canaliser leurs épargnes nationales, mais aussi parce que cela rassure les investisseurs étrangers sur la viabilité économique et financière du pays.

En outre, les marchés en voie de développement ont reconnu les bénéfices à récolter de la globalisation des marchés financiers et de leur intégration accrue. Peu désireux de laisser échapper ces bénéfices, ils sont très enclins à s'aligner sur les critères, réglementations et normes internationaux. Par exemple, dans le domaine de la compensation et du règlement, un grand nombre de marchés émergents ont adopté, ou sont en train d'adopter, les recommandations du Groupe des Trente et de l'IOSCO afin de standardiser les procédures et d'améliorer la qualité globale de la compensation et du règlement.

Parallèlement à ce processus de déréglementation et de libéralisation, il convient de noter un autre changement dans les secteurs financiers des pays en voie de développement : l'importance croissante des intermédiaires non-bancaires. Ces institutions et leur participation sur des marchés boursiers plus actifs soulèvent des questions de réglementation qui dépassent les préoccupations traditionnelles relatives à la performance et à la situation des banques commerciales et de développement.

On l'a déjà dit, déréglementation et libéralisation du marché ne signifie pas un simple retrait des réglementations, mais seulement un relâchement des restrictions sur l'entrée, les opérations et la sortie, afin de permettre une plus large participation. Les investisseurs institutionnels sont avant tout soucieux de découvrir un environnement de réglementation effectif et efficace, et qui réponde aux critères internationaux. Par exemple, l'information sur les prix, l'équité des échanges, l'efficacité, et la liquidité, aussi bien que d'autres problèmes comme les mécanismes de compensation et de règlement du pays hôte, tous ces facteurs contribuent à la réduction des risques d'investissement sur un marché étranger.

Bien que la plupart des marchés émergents se soient engagés dans un processus de réforme du secteur financier, il existe de larges disparités entre les pays, quant au remplacement des contrôles gouvernementaux par des politiques de réglementation libérales. Certains pays, comme la Thaïlande et la Chine, disposent déjà d'économies relativement ouvertes depuis plusieurs années, tandis que d'autres, comme l'Inde, ont seulement amorcé leur entreprise de déréglementation et détendent à présent les règles et réglementations en vigueur.

IV - Comparaisons qualitatives des systèmes de réglementation.

Les informations fournies dans les Annexes, tirées de l'*Emerging Stock Markets Factbook* de l'IFC, sont assez utiles, mais se réduisent à des aspects de la réglementation facilement comparables. On l'a déjà dit, l'évaluation de l'environnement de réglementation d'un marché exige l'appréciation de plusieurs facteurs difficiles à mesurer objectivement. Sans doute n'est-il pas surprenant, alors, qu'il n'existe pas de comparaison d'ensemble actualisée des aspects qualitatifs et quantitatifs des cadres de réglementation des marchés émergents. Tandis que le nombre des investisseurs internationaux sur ces marchés ne cesse de croître, il n'est pas douteux qu'un entrepreneur énergique percevra dans ce manque d'information une opportunité rentable. Quels aspects de la réglementation les investisseurs internationaux doivent-ils donc examiner lorsqu'ils évaluent un investissement sur un marché émergent ? Voici quelques pensées sur les aspects qualitatifs de la réglementation des marchés émergents :

49

1. La structure du système financier

La structure du secteur financier et ses relations avec le gouvernement et l'industrie peuvent avoir un impact important sur l'autorité potentielle des agences de réglementation boursières, sur les priorités qu'ils accordent aux activités de surveillance et à la promotion du développement du marché. Les aspects structurels à considérer sont les suivants :

- Quels sont les rôles relatifs du système bancaire et des marchés boursiers dans le regroupement des épargnes nationales et l'allocation de ressources financières ?
- Dans quelle mesure le gouvernement est-il directement engagé dans ce processus, par exemple, par l'intermédiaire de crédits dirigés.
- Quelle relation existe-t-il entre finances et industrie, particulièrement le degré de participation croisée [*interlocking*] ?

Les batailles entre les agences de réglementation bancaires et boursières ne se cantonnent évidemment pas aux pays en voie de développement. Là où les mêmes institutions ou groupes financiers peuvent fournir

à la fois des services bancaires et boursiers, l'allocation de fonctions de surveillance entre les différentes agences de réglementation, et les méthodes de surveillance consolidée, affecteront notablement l'efficacité de la réglementation en matière de surveillance. Cela est particulièrement vrai dans des pays où l'on observe une introduction rapide de nouveaux instruments financiers ; souvent les risques de ces nouvelles activités ne sont pas pleinement pesés, ni par les participants, ni par les agences de réglementation.

Dans les pays où les groupes industriels ont un important intérêt dans les institutions financières (ou vice versa), les schémas de réglementation efficace pour limiter le «self-dealing», la spéculation et autres abus communs, seront particulièrement importants pour protéger les investisseurs extérieurs. De tels contrôles réduisent le risque systémique et aident à assurer la crédibilité, l'équité et la compétitivité du marché.

2. La structure du marché

La diversification du secteur financier d'un pays sera souvent fonction de la taille, du degré de développement, et de la stabilité d'ensemble de l'économie de ce pays. La disponibilité sur le marché national d'instruments de dettes et d'actifs diversifiés dépendra en large partie des politiques macro-économiques et d'une structure des termes des taux d'intérêts fiable. Toutefois, le mode de différenciation par fonction des institutions d'un pays est souvent le résultat d'un accident historique, incluant soit le modelage d'un marché émergent sur un marché développé du fait d'une histoire coloniale, de systèmes juridiques communs, soit, dans les récentes années, l'acquisition d'une technologie spécifique auprès d'un marché développé.

La structure du marché soulève un certain nombre de questions pour les investisseurs de portefeuille étrangers, qui attachent une importance particulière à la transparence de celui-ci parce qu'ils ne peuvent jamais disposer du même degré de connaissance que les «initiés» locaux. Les types de réglementation suivants indiqueront le comportement des agences de réglementation (y compris les organisations d'auto-réglementation). Ces facteurs affecteront aussi leur capacité future à promouvoir les objectifs de réglementation d'intégrité, d'équité et d'efficacité du marché.

- Quel est le montant des échanges sur les marchés formels, et quelle est la politique des agences de réglementation concernant les limites, ou la divulgation opportune d'information, sur les échanges hors-marché ?
- Les titres du pays sont-ils négociés sur des marchés bien définis, comme ceux segmentés par classe ou actif ?
- Quels sont les liens éventuellement existants avec d'autres marchés, comme des marchés régionaux ou étrangers ?
- Quels sont les critères, s'il en existe, qui décident sur chaque marché

de l'éligibilité d'un titre à être négocié, et comment ces critères sont-ils respectés ?

- Sur quels critères se fonde-t-on pour autoriser un intermédiaire boursier à mener des activités sur chaque marché ? Comment ces critères sont-ils respectés ? Et ces critères influencent-ils la compétitivité ou l'efficacité du marché ?

- Les fonctions des différents types de participants boursiers sont-elles bien définies, et, là où il pourrait être risqué de combiner ces fonctions (e.g. courtier et marchand), le système de réglementation sépare-t-il les performances ou fournit-il des garanties fiables ?

- Le mécanisme de révélation des prix sur chaque marché est-il fiable, et comment est-il réglementé ?

- Quelles sont les principales méthodes usitées pour pourvoir chaque marché en liquidités, et sont-elles formalisées, mandatées, ou autrement réglementées ?

Les règles régissant la structure du marché d'un pays peuvent être inappropriées aux types de titres ou d'investisseurs que les marchés y doivent manier. Par exemple, on voit assez communément les agences de réglementation des nouveaux marchés contraindre à la négociation de tous les titres, sans égard pour leur taille d'encaisse ou leur volume de chiffres d'affaires, sur une même bourse afin de promouvoir les développements institutionnels. Dans certains cas, cependant, cette politique peut inhiber le développement en diluant les critères exigés pour les émissions des titres les plus échangés, en ne fournissant pas des mécanismes d'échange rentables pour les actions moins liquides, ou en servant pauvrement les émetteurs et investisseurs situés dans les régions extérieures à la capitale du pays.

D'un autre côté, les règles qui permettent la prolifération de structures d'échanges concurrentes et non économiques peuvent également être préjudiciables au marché, à moins qu'il n'existe une stratégie visant à faciliter une compensation des gains et des pertes. Un investisseur doit observer si les agences de réglementation encouragent les schémas de développement qui augmenteront la qualité des services et promouvront l'efficacité, l'accès et la transparence.

La structure du marché dictera également plusieurs des moyens par lesquels les agences de réglementation boursiers peuvent remplir leur rôle disciplinaire. D'abord, plus les opérations sont transparentes, plus la concurrence sur le marché, effectuée sur la base du prix et de la qualité du service, disciplinera les participants sans intervention d'une réglementation directe. En outre, une meilleure définition de la structure du marché permet aux agences de réglementation gouvernementales de s'en remettre plus facilement à l'auto-réglementation pour la confection de règles

détaillées et pour leur application. Bien entendu, on peut voir dans un marché faiblement structuré le signe que certaines parties du secteur boursier ont bénéficié de l'influence politique suffisante pour bloquer de sérieuses tentatives de la part des autorités gouvernementales pour définir des structures et un comportement appropriés.

3. *Activités de courtage et activités de marchand*

La capacité des agences de réglementation à promouvoir leur objectifs-clés — intégrité, équité et efficacité du marché — dépendra notablement de la relation que les agences de réglementation entretiennent avec le secteur du courtage et de la vente. Un investisseur se posera les questions suivantes :

- Quelles sont les qualifications minimales requises pour un courtier-marchand ? Existe-t-il des exigences minimales en capitaux significatives, des exigences nettes en capitaux, des critères professionnels ?
- Quelles sont les principales protections des clients contre la fraude et les pratiques abusives ? Les règles sont-elles claires, et sont-elles appliquées ?
- Le Gouvernement ou le secteur fournissent-ils des protections collectives contre le défaut ou l'insolvabilité de ses membres, par exemple sous la forme de fonds de garantie pour la protection des investisseurs ?
- Les agences de réglementation réclament-ils de bonnes pratiques de relevé des transactions et de gestion du risque, comme des exigences de documentation sur les échanges et l'évaluation au prix du marché ?
- Les critères de «reporting» financier sont-ils adéquates, et le corps de réglementation exerçant une autorité de surveillance dispose-t-il de la capacité technique nécessaire pour apprécier la condition financière des sociétés qu'il réglemente ?
- Existe-t-il des procédures disciplinaires fréquentes contre les courtiers-marchands ?
- Quels sont les mécanismes d'indemnisation des investisseurs disponibles ? Reposent-ils sur des procédures juridiques longues et coûteuses, ou peut-on avoir recours à des arrangements à l'amiable efficaces ?

La tension potentielle susceptible d'exister entre la réglementation directe et l'auto-réglementation est particulièrement intense dans le domaine de la réglementation des courtiers-marchands. D'une manière générale, l'auto-réglementation est plus efficace lorsqu'elle traite de comportements que les membres du secteur ont un intérêt économique direct à voir respecter. Par exemple, les organisations d'auto-réglementation régentent souvent efficacement les relations entre courtiers, font respecter rigoureusement les règles destinées à assurer que chaque courtier

pourra remplir son côté d'une transaction. L'auto-réglementation, au moins sur les marchés de développement récent, est moins appropriée pour la protection des clients contre des membres qui se livrent à des pratiques douteuses. D'autre part, l'attention portée par l'auto-réglementation à la protection des clients est assez significative de l'intégrité d'ensemble du marché.

4. L'information sur les sociétés.

L'Annexe 3 présente des informations relatives aux exigences de divulgation de base pour une sélection de marchés émergents et au degré apparent de conformité de chaque système de réglementation aux critères internationaux. Plusieurs marchés émergents ont des exigences formelles pour parvenir à des critères de divulgation élevés ; mais les questions-clés à considérer sont : d'abord, ces critères sont-ils sérieusement appliqués par les agences de réglementation et, sans doute plus important, les émetteurs et les professionnels comprennent-ils le bénéfice à tirer d'une divulgation opportune et entière ? Certaines indications permettent de juger de l'importance accordée à la divulgation d'informations par les agences de réglementation et les participants :

- Quelle est la capacité technique et l'engagement en moyens des agences de réglementation dans leur contrôle des divulgations faites par les sociétés («company disclosure»), comme l'examen des prospectus et des communications destinés aux actionnaires, ou le respect des critères listés par les bourses ?
- Dans quelle mesure le processus de divulgation est-il assuré par des professionnels bien qualifiés - comptables et juristes -, dont la réputation professionnelle constitue un actif valable ?
- Les agences de réglementation encouragent-ils le développement d'un secteur de conseil financier ou de l'information pour les marchés boursiers ? Si c'est le cas, s'assurent-ils que les conseillers répondent aux qualifications professionnelles, et disposent-ils d'un contrôle significatif sur les spéculations ou les conflits d'intérêts créés par les conseillers et les pourvoyeurs d'informations ?

5. L'infrastructure du marché

Le développement d'infrastructures sur les marchés émergents, comme les «systèmes d'échanges», les arrangements de conservation et de dépôt, et les organisations de compensation et de règlement, nécessitent parfois les efforts conjoints du gouvernement et du secteur boursier. Dans ce domaine, les investisseurs devraient rechercher un engagement du gouvernement, non seulement pour la réalisation d'un programme réaliste de

modernisation, mais aussi pour le respect des critères internationaux. Autre examen important à faire : celui, plus large, des liens qui existent entre les marchés boursiers et le secteur bancaire, particulièrement en ce qui concerne le système des paiements et les arrangements de devises.

6. La participation étrangère

L'accès aux marchés émergents n'a de sens pour les investisseurs de portefeuille qu'en l'absence de toute restriction inacceptable sur la propriété et les mouvements de transfert de devises. Voici quelques questions utiles :

- Existe-t-il des limites formelles ou informelles sur le degré de participation étrangère autorisée sur le marché ?
- Existe-t-il des limites formelles ou informelles sur la propriété étrangère de sociétés ?
- Quelles sont les règles régissant le rapatriement en devises des bénéfices et des capitaux par les étrangers ?

Bien que les investisseurs étrangers préfèrent être traités sur le même pied que les investisseurs nationaux, il convient également de juger le régime de réglementation d'un pays d'après un autre facteur : la sûreté. Fréquemment, la fiabilité des législateurs et agences de réglementation gouvernementales est plus importante que le contenu des règles elles-mêmes. Les investisseurs ne peuvent convenablement dresser des plans d'investissement que s'ils sont positivement assurés que les règles importantes influençant l'économie de leurs investissements ne seront pas rendues plus restrictives dans le futur. Par exemple, un investisseur qui sait qu'une règle relative au rapatriement de capitaux ne sera pas durcie pourra intégrer les effets de cette règle dans son appréciation des risques et rendements potentiels de l'investissement.

Ce dernier domaine majeur de réglementation boursière illustre l'un des critères qualitatifs les plus importants du système de réglementation d'un marché émergent : la crédibilité dans les autorités de réglementation, soit dans le gouvernement soit dans le secteur, est vitale pour les investisseurs étrangers.

IV - Le rôle de l'International Finance Corporation et des entités comme IOSCO et l'U.S. Securities and Exchange Commission.

En 1971, l'*International Finance Corporation (IFC)* a établi un *Capital Markets Department* pour fournir des services de conseil et de financement spécialisés visant à initier et à étendre les institutions financières dans les pays en voie de développement. L'Unité Relations, Conseil, Assistance Technique et Spécialistes du *Capital Markets Department* de l'IFC coor-

donne son assistance technique au secteur financier à ses pays membres et à des entités privées. Les programmes d'assistance technique couvrent une large gamme d'activités qui incluent :

- Assistance pour la rédaction des lois et réglementations boursières.
- Conseils sur les réglementations pour les nouveaux types d'institutions financières et l'adaptation des réglementations existantes à de nouvelles formes d'activité.
- Etablissement de mécanismes et d'entités de surveillance et d'application.

Lorsqu'un pays membre demande une aide en identifiant des changements de politiques nécessaires, l'IFC examine les lois et réglementations particulières qui inhibent le développement du marché financier. Conjointement avec les agences gouvernementales appropriées, il conseille les mesures nécessaires pour adapter les lois et les politiques existantes. Souvent, les discussions conduisent à des propositions pour l'établissement de nouvelles lois et politiques ou pour la restructuration ou la réorientation des entités de réglementation. Les domaines typiques où l'IFC fournit des conseils sur des questions de réglementation sont : les lois et réglementations boursières - y compris le rôle et l'organisation des commissions boursières - les informations sur le marché financier en général et les divulgations sur le marché boursier en particulier, et les réglementations concernant les investissements de portefeuille. Il a dispensé ce type de conseil à plusieurs centaines d'occasions dans près de 60 pays en voie de développement au cours des 20 dernières années.

55

L'*International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) fournit le forum international majeur pour la consultation et la collaboration mutuelles sur les questions de réglementation afférentes au développement des activités boursières, y compris les activités transfrontalières, de plus en plus nombreuses. Il s'agit de faciliter les efforts des agences de réglementation nationales en assurant qu'une telle activité est conduite par des sociétés convenablement capitalisées grâce à des systèmes de marché sains et saufs, et accordant une protection convenable aux investisseurs.

Les agences membres de l'IOSCO ont décidé de réaliser les opérations suivantes à travers ses structures permanentes ; à savoir :

- de coopérer pour assurer une meilleure réglementation des marchés, au niveau national et international ;
- d'échanger les informations sur leurs expériences respectives afin de promouvoir le développement des marchés nationaux ;
- de se fournir une assistance mutuelle pour assurer l'intégrité des marchés par une rigoureuse application des critères et par la prise de sanctions efficaces contre les contraventions.

L'*IOSCO Development Committee*, un comité spécialisé de l'organisation, a pour fonction de promouvoir le développement des marchés boursiers émergents, en particulier par l'échange d'informations pertinentes et par l'instauration de critères communs. Le Comité a identifié plusieurs domaines de priorité et a établi des groupes de travail pour étudier des problèmes comme la compensation et le règlement, les investisseurs institutionnels, l'internationalisation, les dérivés et la divulgation.

Le *Working Group on Disclosure*, par exemple, doit élaborer un ensemble de critères de divulgation minimum qui devraient être adoptés par les pays membres, et il est en outre chargé de standardiser les normes pour la protection des investisseurs dans ces pays.

La tendance à une globalisation des services financiers et la rapide croissance de nouveaux marchés nationaux ont aussi encouragé les agences de réglementation boursières des pays développés à se concentrer sur les problèmes de la réglementation internationale.

Un certain nombre de ces corps de réglementation offrent à présent aux agences de réglementation et aux participants des marchés émergents, une assistance technique bilatérale sous une variété de formes.

L'un des programmes les plus formalisés a été développé par l'*U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*, qui a fondé l'*International Institute for Securities Markets Development*. Cet Institut a pour dessein la promotion et le développement des marchés, la formation de capital, et la construction de structures de réglementation saines dans des pays qui travaillent dans ces domaines. Le principal moyen d'assistance de l'Institut est un séminaire annuel de formation ouverts aux responsables des nouveaux marchés ou des marchés émergents. Le programme offre une série de conférences et d'ateliers de travail couvrant une gamme entière de sujets relatifs au développement et à la surveillance des marchés boursiers. Les participants reçoivent l'opportunité de visiter et de consulter des sociétés boursières américaines et autres organisations du secteur privé qui servent les marchés boursiers aux Etats-Unis et à un niveau international. Les participants peuvent ainsi observer des systèmes spécifiques, tels que les systèmes de «trading», et de compensation et règlement, en opération réelle.

L'IFC, l'IOSCO et l'U.S.SEC suivent des approches différentes pour délivrer une assistance technique aux marchés boursiers émergents. Mais le point commun de ces trois organisations consiste en ce que les ressources disponibles pour l'assistance sont assez limitées relativement à l'explosion de la demande, au moment où de nouvelles portions entières du globe s'orientent vers un développement économique de marché et une propriété privée des actifs financiers. Et cela reste vrai même si l'on ajoute les ressources tirées d'agences comme l'*Asian Development Bank* et la

Banque Mondiale, qui ont commencé à fournir une assistance dans les dernières années.

En conclusion, la réglementation boursière n'est pas un processus simple, même sur des marchés émergents relativement moins importants et moins sophistiqués. Chaque marché boursier doit exécuter un certain nombre de fonctions de base, indépendamment du volume d'échange, de la diversification des instruments et des institutions, ou de son degré d'utilisation d'une technologie d'information en temps réel. Ces fonctions doivent être bien définies par des lois et des réglementations et par des pratiques sectorielles communément acceptées. La fraude, les abus et le risque systémique sont également communs à tous les systèmes financiers, quelle que soit leur taille et leur complexité, et les garanties de surveillance sont essentielles.

En examinant l'environnement de réglementation de tout marché émergent il convient donc de considérer les aspects communs de la réglementation boursière qui ont été identifiés dans cet article :

- Premièrement, l'environnement de réglementation ne se limite pas aux activités de certaines agences gouvernementales — c'est aussi la manière selon laquelle le secteur boursier établit et applique ses propres règles.
- Deuxièmement, la réglementation ne doit pas être envisagée comme une activité exclusivement disciplinaire — particulièrement sur les marchés émergents, les agences de réglementation gouvernementales et sectorielles ont des rôles de développement vitaux.
- Troisièmement, il faut envisager l'environnement de réglementation comme faisant partie d'un plus large environnement de lois, réglementations et pratiques commerciales qui influencent la valeur des actifs financiers et les droits de leurs propriétaires. Cela est particulièrement important dans les pays passant d'une économie de commande à une économie de marché.
- Enfin, pour les investisseurs de portefeuille, l'un des aspects les plus importants de l'environnement de réglementation d'un marché émergent est le sérieux et le professionnalisme des agences de réglementation, gouvernementales ou sectorielles. Leur crédibilité aura un effet important sur les opérations à moyen terme et les perspectives à long terme pour le développement des marchés. Ces deux facteurs auront à leur tour un impact notable sur les risques et les rendements des investisseurs de portefeuille qui choisissent d'investir sur ce type de marché.