

# LA RESPONSABILITÉ DES GRANDES PLACES FINANCIÈRES DANS LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS ÉMERGENTS

LORENZO GALLAI \*

L'émérgence au cours des années 80 de marchés boursiers dans de nombreux pays en développement, puis l'accélération de ce phénomène après la chute du mur de Berlin, a constitué, avec l'automatisation et l'internationalisation croissantes des activités des places financières, une des modifications notables de l'environnement financier international.

En l'espace de dix ans, entre 1985 et 1995, on ne compte pas moins de 40 bourses qui se sont ainsi considérablement développées, soit en profitant de l'euphorie financière des années 80 pour celles qui existaient déjà, soit en ouvrant, ou pour certaines d'entre elles réouvrant leurs portes après une longue période d'inactivité, la plupart du temps avec l'assistance de bourses développées ou d'institutions financières internationales.

135

L'importance des marchés émergents, mesurée en termes de capitalisation boursière, a été multipliée par dix en l'espace de 10 ans pour atteindre fin 1994 approximativement 1 750 milliards de dollars, représentant environ 12 % de la capitalisation boursière mondiale. En termes de sociétés cotées, leur importance apparaît encore plus importante puisque les bourses émergentes regroupaient 44% du total des sociétés cotées dans le monde.

Le nombre élevé de « nouveaux » marchés représente à la fois un défi et une opportunité pour les marchés financiers internationaux :

— un défi car il s'agit dans un premier temps de répondre de manière spécifique et adéquate aux demandes d'aide de ces nouveaux marchés afin d'assurer leur démarrage ; un défi aussi car leur développement futur pourra en faire des concurrents potentiels pour les marchés développés dans un espace déjà hautement concurrentiel ;

— mais le développement de marchés émergents représente surtout une chance à saisir pour le développement économique des pays en émérgence et pour les marchés financiers en général.

---

\* *Economiste, Fédération internationale des bourses de valeurs.*

L'importance croissante des marchés émergents dans les stratégies de développement économique national et de diversification des investissements internationaux ont conduit certaines grandes places à mettre en oeuvre des programmes d'assistance et de partenariat en vue de lever les nombreux obstacles, notamment réglementaires et technologiques, au développement des marchés émergents.

*1 - Les marchés émergents ont connu un développement spectaculaire au cours de ces dernières années en introduisant un certain nombre de réformes*

Pendant longtemps, le développement de marchés financiers dans les pays émergents a été entravé par plusieurs facteurs. La faiblesse de leur produit national, le manque d'une épargne locale suffisante, le contrôle de l'investissement par l'Etat et l'existence d'un très large secteur de l'économie aux mains d'entreprises publiques se sont longtemps opposés au développement de marchés boursiers. Par ailleurs, le mode de financement de ces pays, essentiellement basé sur le recours au système bancaire et à l'emprunt, rendait aussi moins nécessaire la création d'une bourse.

136

Au milieu des années 80 environ, la combinaison de différents éléments a contribué à créer un environnement plus favorable au lancement de bourses dans les pays émergents. Tout un ensemble de changements profonds dans le contexte économique international ont en effet permis une plus grande prise en compte des mécanismes économiques fondamentaux et de remettre à la première place la **notion de marché**.

Il s'est agit tout d'abord de la nécessité pour ces pays de limiter le recours à l'emprunt et de développer des sources alternatives de financement. La mise en place de larges programmes de privatisations et de politiques économiques privilégiant les mécanismes du marché, instaurés souvent sous l'égide des institutions monétaires internationales, ont contribué à établir une **culture d'entreprise**, préalable sans lequel il est illusoire de vouloir établir un quelconque marché boursier. Enfin, la forte croissance économique obtenue dans la plupart des pays émergents au cours des années 80 a permis de dégager un excédent net d'épargne disponible pour le marché boursier.

Retour de la notion de marché, instauration de l'entreprise au centre de la vie économique et formation d'un volant d'épargne à la recherche de placements, tels ont été les trois principaux facteurs économiques inhérents au développement des marchés émergents.

Bien qu'indispensables, ces conditions sont cependant loin d'être suffisantes pour assurer la mise en place et le démarrage de « nouveaux » marchés.

La création d'un marché boursier nécessite en effet que soit mis en place tout un système complexe de textes juridiques et réglementaires, des organismes de gestion et de contrôle des marchés, des logiciels que la plupart du temps les marchés émergents ne peuvent mettre en place sans une assistance de grandes places financières.

C'est à ce moment seulement que la coopération entre des spécialistes de grandes places financières, agissant à la demande des autorités du pays en développement désireux de lancer une bourse, intervient.

*II - La coopération entre grandes places financières et marchés émergents a pour but de lever les nombreux obstacles, réglementaires et technologiques, au développement de ces « nouveaux » marchés et d'assurer un fonctionnement satisfaisant du marché*

Le degré de complexité atteint par les marchés financiers en général, la sophistication de leurs systèmes de transactions, de règlement-livraison et de conservation des titres ainsi que leur réglementation toujours plus pointue, représentent pour les marchés émergents autant de défis à relever. Si ces marchés naissants veulent être compétitifs à plus ou moins brève échéance avec les marchés développés, ils doivent mettre en place dès le début, tout en les adaptant à leur propre contexte, les principes que l'on retrouve sur les grandes places financières.

137

Ces principes d'organisation des marchés financiers ont été décrits par de nombreuses instances internationales, telles que la FIBV pour l'organisation des marchés de valeurs, l'IOSCO pour la mise en place des autorités de contrôle ou le Groupe des Trente en ce qui concerne l'administration des titres et le dénouement des transactions.

La FIBV a, par exemple, publié dans le cadre du Groupe International des Marchés de Capitaux (ICMG), un fascicule intitulé « Standards d'Auto-Réglementation des Marchés de Valeurs » et destiné, entre autres, aux marchés émergents. Le document tente de proposer un schéma pour la division des responsabilités réglementaires entre les organismes de bourse et les organismes de contrôle. Il distingue aussi deux sortes de standards : les standards d'organisation du marché et les standards réglementaires pour lesquels les marchés développés s'efforceront d'apporter leurs conseils aux marchés émergents.

Dans ce dernier domaine, le document indique quels sont les standards de base à appliquer dans cinq domaines majeurs de l'activité boursière : l'admission à la cote des valeurs, les règles relatives aux membres de la bourse (maisons de titres), les transactions et les règles de bonne conduite, la surveillance du marché et l'arbitrage des disputes.

L'assistance des marchés développés aux bourses émergentes doit se

situer d'emblée dans le cadre de ces standards internationaux pour permettre aux nouvelles bourses de se positionner immédiatement à un niveau d'organisation et de réglementation comparables à ceux observés sur les grandes places.

Elle doit permettre aux marchés émergents de lever les nombreuses contraintes réglementaires ou structurelles de nature à limiter les possibilités de développement du marché.

Certaines de ces contraintes dépendent exclusivement des autorités locales, comme par exemple le contrôle des changes. Il revient dans ce cas aux responsables politiques d'assouplir, voire de supprimer, ce contrôle qui limite les investissements étrangers en imposant des contraintes sur le rapatriement des revenus et du capital, ou encore en imposant certaines conditions restrictives d'investissement.

Les autres obstacles qui entravent le développement des marchés émergents peuvent au contraire faire partie d'un programme d'assistance conclu entre les autorités d'un pays et celles d'un marché développé.

Dans la plupart des cas, ces obstacles se rencontrent au niveau juridique et réglementaire, de la liquidité et de la transparence du marché, de l'information et de la protection des investisseurs, de la présence d'une autorité de contrôle et d'un dépositaire central.

138

Pour chacune de ces contraintes, des solutions sont recherchées en commun.

— Au niveau juridique et de l'organisation du marché, l'assistance du marché développé peut fournir un conseil à la mise en place d'un cadre réglementaire nécessaire à la création du marché de valeurs mobilières. Mais avant tout, un type d'organisation doit être choisi en accord avec les caractéristiques locales.

Un pays a le choix entre deux grands types d'organisation boursière :

- l'organisation du marché national unique, réglementé par l'Etat, où des maisons de titres concentrent les ordres des clients et affichent un prix unique pour chaque valeur à un instant donné ;

- l'organisation selon le modèle anglo-saxon, où les bourses sont en général auto-réglementées et font appel à des market makers qui assurent la contrepartie des ordres clients. Chaque intermédiaire affiche alors un prix différent pour une valeur donnée.

L'un ou l'autre système présente à la fois des avantages et des inconvénients et il reviendra aux autorités des pays émergents de définir le choix le plus judicieux en fonction de leur situation propre.

Cependant, les nouveaux marchés ont jusqu'ici majoritairement opté en faveur du premier système qui apparaît aussi mieux adapté à des marchés en cours de constitution, et ce pour plusieurs raisons :

- pour des pays ayant entamé un important programme de privatisations, comme c'est le cas de la plupart des nouveaux marchés, la concentration des ordres en un point central présente l'avantage d'afficher un prix unique sur le marché et de permettre ainsi un meilleur suivi des cours des sociétés récemment introduites sur le marché,

- le système du marché central reposant sur des maisons de titres requiert en outre une immobilisation en capitaux inférieure à celle exigée par un système de market makers où ces derniers doivent assurer la contrepartie des ordres clients à partir d'un stock de titres dont ils assurent eux-mêmes le financement.

— Au niveau de la création des organismes de gestion et de contrôle du marché, l'assistance des marchés développés peut s'étendre à la mise en place des institutions nécessaires au bon fonctionnement d'un marché réglementé, comme l'entreprise gestionnaire de marché, la commission de surveillance, le dépositaire central et la constitution d'un fonds de garantie en cas de défaillance d'un intermédiaire local. Ce dernier point vise plus particulièrement à renforcer la protection des investisseurs.

La mise en place d'une commission de contrôle semble un point particulièrement important pour assurer au marché émergent une plus grande fiabilité. Elle permet d'apporter aux investisseurs locaux et étrangers la confiance dans les procédures de cotation et de négociation des titres sur le marché.

139

— Bien que ce premier aspect de la coopération entre grandes places financières et marchés émergents soit le plus important pour la constitution ou le développement du marché, c'est néanmoins le transfert de technologies qui retient le plus souvent l'attention des observateurs. La modernisation, très souvent liée, à tort, à l'automatisation dans l'esprit du public, a pour but de renforcer la sécurité et la transparence du marché boursier et à permettre aux intermédiaires de faire face à la multiplication des ordres des clients résultant des privatisations et de l'engouement des investisseurs pour le marché.

La coopération dans ce domaine ne s'arrête en général pas à l'automatisation des négociations, mais inclut aussi l'automatisation des procédures de règlement-livraison et de conservation des titres.

Cette coopération se poursuit le plus souvent par la formation des hommes sur le terrain par des équipes du marché développé et le transfert indispensable d'un savoir-faire.

A côté des grandes places, certaines organismes internationaux ont aussi mis en place des programmes d'assistance aux marchés émergents, comme l'International Finance Corporation (IFC), l'IOSCO, la Securities and Exchange Commission des Etats-Unis ou la FIBV.

L'IFC, par exemple, met en place des missions d'assistance technique

pour aider les pays émergents à établir ou réécrire leur réglementation boursière ou les aider à créer de nouvelles activités financières.

La FIBV a récemment créé un sous-comité consacré aux marchés émergents dont le but est dans un premier temps d'évaluer les besoins en matière d'assistance technique des marchés émergents pour mieux répondre à leurs demandes. Au sein de ce comité, chaque grande place est responsable des marchés émergents qui appartiennent à sa propre zone géographique.

Elle a aussi édicté un certain nombre de principes généraux pour l'organisation des bourses de valeurs dont les plus importants sont les principes généraux de transactions de valeurs mobilières (GASPT).

### *Conclusion*

Dans un monde où la technologie avance à toute allure, où la réglementation des marchés boursiers tente de s'adapter, certes plus lentement, aux nouvelles données des marchés internationaux et des nouveaux produits, la coopération entre les grandes places financières et les marchés émergents revêt pour ces derniers une importance fondamentale. Sans le transfert de technologie et de savoir-faire des marchés développés, les « nouvelles » bourses ne pourraient démarrer leurs activités et jouer à jeu égal avec les marchés plus développés. Sans l'adoption de standards internationaux, reconnus et recommandés par des organismes professionnels, il est à craindre que les marchés émergents ne parviendraient pas à conserver longtemps la main sur l'activité et le chiffre d'affaires sur les valeurs phares du marché local, sans craindre leur expatriation vers des places offrant plus de garanties et de sécurité pour les investisseurs.

La responsabilité des grandes places financières dans le développement des marchés émergents semble donc particulièrement importante.