

La nécessaire réforme de la Bourse de Milan

Sylvie VERLHAC

Adjoint de direction à la direction des études économiques et de la documentation - Banque de France

Dix Bourses de valeurs fonctionnent en Italie (Bologne, Florence, Gênes, Milan, Naples, Palerme, Rome, Trieste, Turin, Venise) mais celle de Milan réalise à elle seule plus de 90 % de l'activité totale. Chaque Bourse cote sa propre liste de valeurs mobilières, qui doit toutefois obligatoirement comporter les titres d'État ainsi que certaines catégories d'obligations (notamment celles qui sont émises par les Instituts de Crédit Foncier).

Dans la mesure où 90 % des titres à revenu fixe sont des valeurs émises par le Trésor, l'analyse de la bourse de Milan a été centrée sur le seul marché des actions, dont l'évolution au cours des années récentes est appréciée en fonction de son rôle dans le financement de l'économie.

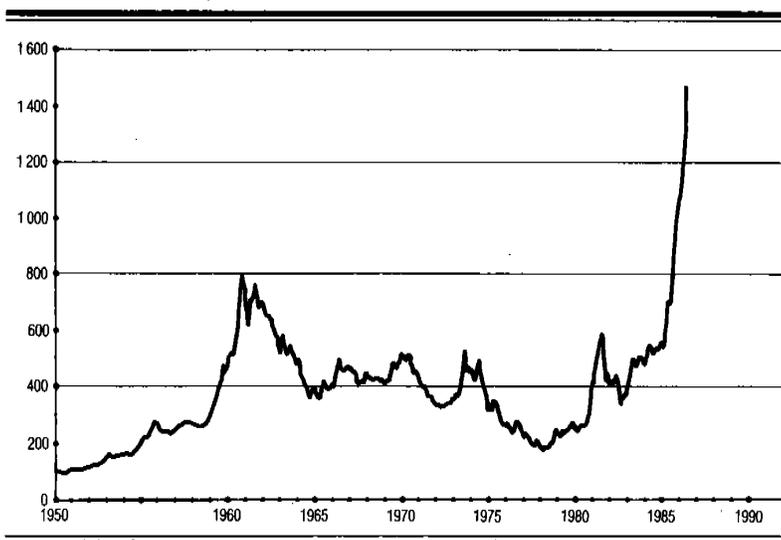
Alors que, jusqu'au début des années soixante, le dynamisme du marché boursier (*Voir graphique 1*) s'était traduit par une diffusion relativement ample de la possession d'actions, des facteurs aussi bien généraux (tensions des relations sociales, stagflation) que techniques ont ensuite contribué à son déclin jusqu'au début des années quatre-vingt.

Une série de mesures spécifiques et l'amélioration de la situation générale ont redonné, durant les années 1983 à 1986, une vitalité certaine à ce marché. Son repli en 1987, entamé avant la crise mondiale, a révélé la fragilité des succès antérieurs, et souligné la nécessité d'une réforme du fonctionnement de la Bourse.

116

GRAPHIQUE 1

Indice du prix de la part
(Déc. 1949 = indice 100 moyenne mensuelle)



Source : Banque d'Italie - Bulletin économique. Octobre 1986.

**LES ANNÉES DU RENOUVEAU :
1983-1986**

LES RAISONS DU RENOUVEAU

Des mesures spécifiques

La renaissance du marché boursier a été favorisée par une série de mesures prises par les autorités parmi lesquelles on peut distinguer les trois suivantes :

- la création, en 1974, de la Commission nationale pour les sociétés et la Bourse, la Consob, dont l'objectif était d'assurer la transparence et la concurrence sur le marché. Cet organisme vérifie que les conditions requises pour l'introduction en Bourse d'une société sont bien remplies, et surveille l'ensemble des opérations. Son champ de compétence a été notablement élargi par des lois votées en 1983 et 1985, qui l'ont en particulier doté de moyens accrus pour faire respecter l'obligation imposée aux sociétés d'informer le marché par la publication de documents sur l'évolution de leurs comptes et de leur activité en général ;
- l'institution, en 1977, de l'avoir fiscal¹ sur les

dividendes, qui a fortement réduit la double imposition qui pénalisait jusqu'alors les revenus d'actions ;

— l'autorisation, en 1983, de créer des fonds communs de placement en valeurs mobilières. Les premiers ont commencé à fonctionner au cours de 1984 avec un succès immédiat. Leur nombre s'élève actuellement à 72. Leur présence active sur le marché en a favorisé de façon déterminante l'expansion et la vitalité.

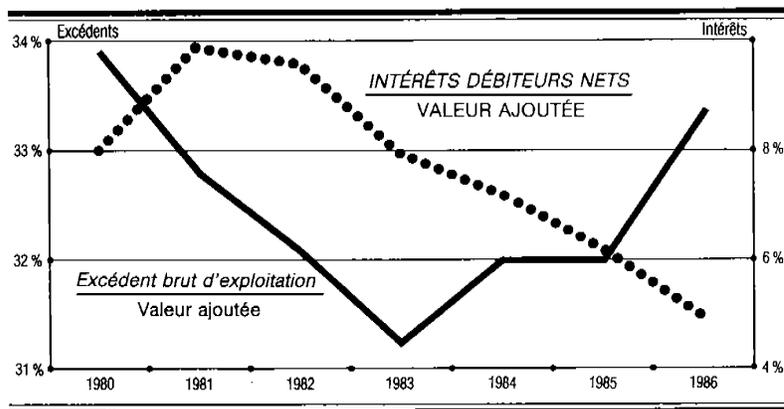
Des conditions générales favorables

Ces mesures spécifiques n'ont réellement produit leur effet qu'à partir de 1983, lorsque, dans une situation politique jugée plus stable, les conditions économiques se sont nettement améliorées : reprise de la croissance, décreue de l'inflation et surtout redressement de la rentabilité des entreprises (voir graphique 2), grâce aux efforts d'investissements et de restructuration mis en œuvre dès le début des années quatre-vingt, et confortés par l'atténuation du système d'indexation des salaires. Dans le seul secteur de la transformation industrielle, la part des profits bruts dans la valeur ajoutée est ainsi remontée de 26,8 % en 1978 à 36 % en 1984.

117

GRAPHIQUE 2

Résultats des entreprises (en %)



Source : Banque d'Italie • Rapport annuel 1986

¹ — L'avoir fiscal correspond à 9/16 du montant des dividendes qui font eux-mêmes l'objet, au moment du versement, d'une retenue à la source de 10 % à titre d'acompte sur l'impôt. Ce mécanisme ne correspond pas tout à fait à une couverture à 100 % de l'impôt sur les sociétés (nommé Irpeg et dont le taux est de 36 %), car le bénéfice social est soumis, en amont de l'Irpeg, à un impôt local (l'Ilor, dont le taux est de 16,2 %).

LA RÉFORME DE LA BOURSE DE MILAN

Les entreprises, surtout les plus grandes, ont alors eu la possibilité d'avoir recours directement à l'épargne, afin de limiter la part de l'endettement bancaire, rendu particulièrement onéreux par le niveau de taux d'intérêt réels élevés qu'imposaient le déficit budgétaire et la défense de la parité de la lire.

Simultanément, les programmes de rationalisation définis pour les entreprises publiques ont comporté une série de privatisations, en particulier pour l'Iri, principal holding public, dans lequel la part de l'actionariat privé est passée de 17 % en 1984 à 31 % en 1986.

L'ensemble de ces facteurs a contribué à alimenter l'offre d'actions sur le marché à une époque où le désir de diversification des actifs financiers pouvait être plus aisément satisfait par l'intermédiaire des fonds communs de placement et des divers organismes de gestion de portefeuille. De nombreuses sociétés spécialisées dans ce domaine se sont en effet créées au cours des années récentes à l'initiative des compagnies d'assurance et surtout

des banques, ces dernières ne pouvant détenir de participations pour leur propre compte dans l'industrie.

LES SIGNES DU RENOUVEAU

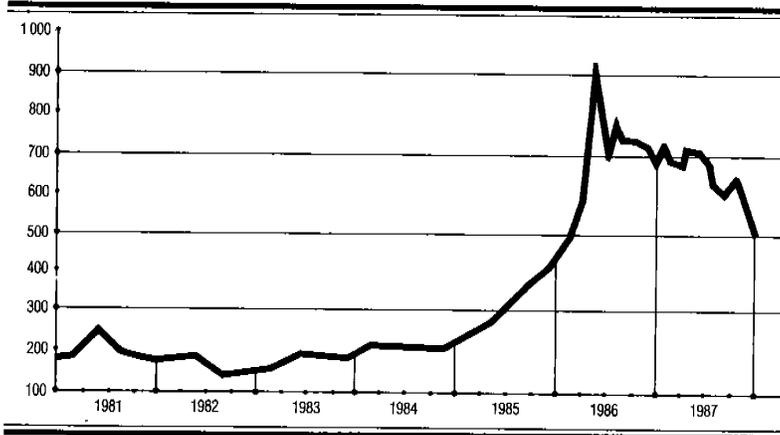
La croissance remarquable des principaux indicateurs du marché

En 1985, l'indice des cours a presque doublé. En 1986, il a augmenté de 58 %. La capitalisation des actions est passée de 7 % à 21 % du PIB entre 1984 et 1986.

Sur la même période, le montant des transactions a presque décuplé et celui des émissions d'actions a doublé. En 1986, les entreprises privées ont compté pour près des 2/3 dans le total des émissions brutes. La progression du nombre de sociétés cotées, régulière mais modique de 1983 à 1985, s'est nettement accélérée en 1986 (+ 37 unités, soit 184 au total) (voir tableau 1 et graphique 3).

GRAPHIQUE 3

Évolution de l'indice des actions à Milan (Indice Comit : base 1972 = 100)



Source : *Mondo Economico* - 11 janvier 1988

L'importance prise par les actions dans les flux financiers

L'épargne financière des ménages, particulièrement importante en Italie (16,8 % du revenu disponible en 1986), était, à la fin de 1986,

constituée à hauteur de 12 % par des actions, contre 4 % en moyenne au début des années quatre-vingt (voir tableau 2). Environ 3 % du flux d'épargne de l'année étaient dirigés vers ces titres (contre 0,1 % en 1982). Les fonds communs de

LA RÉFORME DE LA BOURSE DE MILAN

placement, destinataires de 27 % de l'épargne nouvelle de 1986, détenaient 29 % de leur portefeuille sous forme d'actions (soit 12 % de la capitalisation totale de la Bourse).

— Alors qu'au cours des premières années quatre-vingt, l'apport de capital social représentait en moyenne 5 % du flux total des financements externes des entreprises, cette proportion s'est élevée à 18,8 % en 1986 (voir tableau 3).

Simultanément, l'affinement de la gestion de trésorerie et les mouvements de restructuration et d'internationalisation se sont traduits par la progression de la part des actions dans les actifs financiers des entreprises : celle-ci a atteint 72 % du total à fin 1986 pour les actions italiennes, soit 12 % du flux (contre 6 % en 1982), et 3,5 % pour les actions étrangères (10 % du flux).

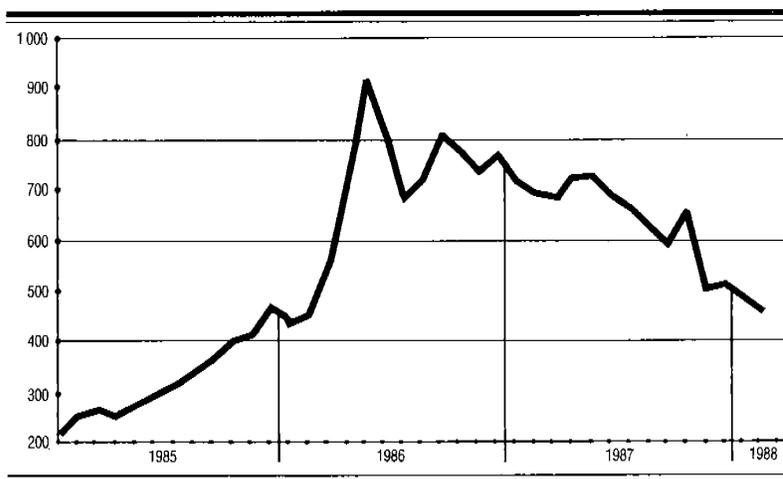
L'ANNÉE 1987 : LE REFLUX, AGGRAVÉ PAR LA CRISE MONDIALE

LE REPLI DES PRINCIPAUX INDICATEURS

L'indice général des actions a décru, d'une fin d'année à l'autre, de 32,5 %. Il demeurerait toutefois en décembre 1987 supérieur de 6,7 % à son niveau de fin 1985. Le repli de l'indice avait cependant commencé bien avant la crise d'octobre (voir graphique 4). En fait, tout en restant très élevés, les cours avaient enregistré un fléchissement dès le second semestre de 1986 (- 20 % entre le maximum atteint le 20 mai et l'indice de fin décembre), en liaison avec une forte concentration d'émissions d'actions sur cette période.

GRAPHIQUE 4

Indice global Comit : 1972 = 100



Source : 24 ORE - 26 janvier 1988

Ce mouvement s'est poursuivi jusqu'en avril 1987, moment où une reprise a porté l'indice à son maximum de l'année (+ 6 % par rapport à fin 1986). La crise politique et les élections législatives anticipées ont ensuite interrompu ce raffermissement, et la détérioration de la situation au cours des mois suivants s'est traduite par une dégrue régulière des cours jusqu'à fin septembre.

Une certaine remontée s'amorçait lors de la première moitié d'octobre (+ 2,4 % du 1^{er} au 16 octobre) qui laissait toutefois subsister un recul de 9 %

par rapport au début d'année, lorsque la crise mondiale a éclaté. Entre le 16 octobre et la fin de l'année, les cotations ont baissé de 25,7 %.

Le rapport entre les cours et les bénéfices nets par action s'est établi à 20 à fin décembre.

Quant aux transactions pendant l'année, elles n'ont représenté qu'un peu plus de 60 % de leur montant en 1986. Les émissions d'actions par les sociétés cotées avaient déjà, à fin septembre, diminué de plus de 45 % par rapport aux neuf premiers mois de 1986.

LES MARQUES DE FRAGILITÉ DES SUCCÈS ANTÉRIEURS

Si le fléchissement du marché en 1987 peut être en partie analysé comme la correction inévitable des résultats très exceptionnels, sinon excessifs, enregistrés au cours des deux années précédentes, il porte aussi la marque d'une sanction de certains comportements et des difficultés de développement durable du marché des actions dans le système financier italien.

Deux évolutions illustrent particulièrement ces facteurs en 1987 :

— La remontée marquée des cotations en avril a coïncidé avec la tenue des assemblées annuelles de la plupart des sociétés, dont les épargnants attendaient une distribution de dividendes satisfaisante. Or beaucoup d'entreprises ont réduit le dividende unitaire, arguant du fait qu'elles devaient rémunérer un nombre très élevé d'actions. Ce comportement a été jugé d'autant plus décevant que les augmentations de capital réalisées pendant les années de forte croissance de l'indice avaient souvent été effectuées à des prix d'émission largement supérieurs à la valeur nominale.

Ces pratiques, et la crainte d'une taxation des gains en capital², ont contribué à tempérer l'attrait exercé par le marché boursier.

— Le dépassement prévisible du déficit de l'État et la résistance de l'inflation ont suscité de fortes anticipations à la hausse des taux qui ont conduit les épargnants à se reporter sur les actifs liquides ou à court terme, et à se désengager notamment vis-à-vis des fonds communs.

Leur collecte nette ayant été très faible au premier semestre, puis négative au second, ils ont massivement vendu des titres d'État, surtout à moyen et long terme, pour faire face aux demandes de remboursement, contribuant ainsi à accroître les difficultés de financement du Trésor sur le marché primaire. S'ils ont continué à procéder à des achats nets d'actions, le montant de ces opérations a représenté moins d'un quart de celui de 1986. Leur part dans le portefeuille des fonds est descendue de 29 % fin 1986 à 22 % un an plus tard.

2 — Actuellement, les plus-values réalisées par cessions d'actions bénéficient dans les faits d'une totale exonération fiscale. Elles ne sont, en effet, imposables que s'il existe une « intention spéculative », dont la preuve doit être apportée par l'administration fiscale.

LES IMPERFECTIONS DU MARCHÉ

ÉTROITESSE ET CONCENTRATION DE L'OFFRE

La faiblesse du nombre de sociétés cotées témoigne de la crainte traditionnelle d'une perte de contrôle des entreprises par les fondateurs ou dirigeants.

La création en 1974 des « actions d'épargne », titres sans droit de vote mais assurant un dividende minimum, visait à contourner cette réticence tout en stimulant les recours directs à l'épargne. Le succès de cette formule a été limité, les cours des actions d'épargne faisant apparaître une décote importante par rapport aux actions ordinaires (35 % en moyenne à fin 1986).

Aussi, les grands groupes publics ou privés avec, dans ce dernier cas, un contrôle du capital souvent assuré par des familles, ont-ils une présence très forte sur le marché. La capitalisation de cinq d'entre eux (Iri, Agnelli, Generali, Ferruzzi, de Benedetti) représentait, à fin 1987, 75 % du total. À elles seules, les 22 sociétés du groupe Agnelli constituaient 1/5 du marché global.

Le même degré de concentration est constaté pour les émissions d'actions. Le poids très élevé de ces sociétés sur le marché confère à l'évolution des cours de leurs actions une influence considérable sur l'ensemble des cotations. Il contribue aussi à rendre plus difficile l'accès à la Bourse d'entreprises de taille inférieure. L'ouverture en 1978 d'un second marché (*mercato ristretto*), conçu comme l'antichambre de la Bourse principale pour cette catégorie de sociétés, n'a pas donné de résultats satisfaisants. Malgré les réformes de 1987 (assouplissement des conditions d'introduction et passage à des cotations quotidiennes et non plus hebdomadaires), le nombre de titres cotés reste minime (37 titres fin 1987). La majorité d'entre eux appartient au secteur des banques populaires.

Le marché boursier reste donc peu représentatif de la réalité des structures économiques de l'Italie caractérisées par une floraison de Pme très actives. En outre, sa domination par un nombre très réduit de grands groupes favorise les « pratiques d'initiés », peu susceptibles de renforcer la confiance des épargnants. Les péripéties récentes au sein du groupe Ferruzzi, sur lesquelles la Consob n'a obtenu que tardivement des éclaircissements par-

LA RÉFORME DE LA BOURSE DE MILAN

tiels, ont contribué à faire baisser l'ensemble de la Bourse au cours de janvier 1988.

PRÉCARITÉ DE LA DEMANDE

Les non résidents, qui avaient contribué au renouveau de la Bourse de Milan jusqu'en 1985, ont procédé au cours des deux années suivantes à des désinvestissements nets, afin de prendre leurs bénéfices mais surtout de se retirer d'un marché sur lequel ils rencontraient des difficultés aussi bien pour le règlement que pour la transparence des opérations.

L'absence de véritables investisseurs institutionnels constitue sans doute la principale source de précarité de la demande. Les fonds communs sont en effet de type « ouvert », les titulaires des certificats représentatifs des participations aux fonds pouvant en demander le remboursement à tout moment. Leurs investissements en actions ne peuvent donc s'inscrire dans une perspective de moyen terme, et les retraits massifs qu'ils ont subis en 1987 ont constitué un élément déterminant du fléchissement de la Bourse.

Les compagnies d'assurance ne sont présentes qu'indirectement sur le marché, par l'intermédiaire de leurs participations dans les fonds de placement (37 % du patrimoine net total des fonds à fin 1986). Leurs disponibilités sont investies essentiellement en titres du Trésor et des Instituts de crédit spécialisés.

Enfin, les fonds de retraite complémentaire organisés au sein des entreprises ne constituent qu'un apport très modique pour le marché : actuellement, seulement 5 % environ des Italiens bénéficient d'un tel système.

IMPERFECTIONS DU FONCTIONNEMENT ET DE L'ORGANISATION

La caractéristique du marché mobilier italien est la dichotomie entre le marché officiel et le marché parallèle, non réglementé. Sur le marché officiel n'ont lieu que 30 % des transactions portant sur les actions (et 5 à 10 % des obligations, dont près de 90 % sont des titres de la dette publique).

Les cours cotés à la Bourse sont donc peu représentatifs de l'offre et de la demande véritables, la majorité des échanges ayant lieu en dehors des séances officielles. Les agents de change (personnes physiques), qui ne peuvent faire d'opé-

rations pour leur propre compte, sont en effet les seuls autorisés à négocier les titres à la corbeille. Mais aucun texte ne leur interdit de traiter hors Bourse sur le marché parallèle, à côté des banques, des commissionnaires boursiers ou d'autres intermédiaires financiers. La seule interdiction légale est celle de publier les cours qui se forment sur ce marché parallèle, sur lequel les intervenants autres que les agents de change opèrent comme *dealers*.

Ces caractéristiques retirent donc beaucoup d'épaisseur au marché officiel dont la faible représentativité est accentuée par les imperfections du système de cotation : il repose sur les enchères à la criée, qui ont lieu de 10 h à 13 h 45. Ne sont donc prises en compte que les offres et demandes parvenues sur le marché à ce moment précis.

La nécessité de réorganiser le marché boursier a conduit la Consob à élaborer un projet de réforme présenté en avril 1987.

LES GRANDES LIGNES D'UNE RÉFORME NÉCESSAIRE

Le projet s'articule autour de trois nécessités.

— **Concentrer la totalité des transactions**, afin d'améliorer la qualité du « cours » ; cet objectif sera favorisé par le développement du marché continu, grâce à la télématique.

— **Réglementer l'activité des intermédiaires**. Le projet prévoit, à terme, la suppression du monopole des agents de change. Des « Sociétés d'intermédiation mobilière » seraient constituées par des agents de change, des intermédiaires bancaires et des commissionnaires boursiers, mais aussi, dans certaines limites, par des sociétés financières. L'habilitation de ces sociétés, délivrée par la Consob, leur permettrait d'exercer diverses activités, chacune d'entre elles réglementée et contrôlée de façon spécifique.

Les sociétés autorisées à négocier en Bourse devront avoir, comme objet exclusif, l'activité de participation aux enchères pour compte de tiers.

— **Introduire de nouvelles règles sur le marché**. Il s'agit notamment de renforcer les moyens de contrôle sur les achats ou ventes de blocs d'actions. Actuellement, une loi de 1974 impose seulement la communication à la Consob et à la société concernée des participations supérieures à 2 % du capital et des variations ultérieures de ce pourcentage, dans un délai de 30 jours à partir de l'achat ou de la modification. La Consob envisage

LA RÉFORME DE LA BOURSE DE MILAN

de raccourcir à un jour le délai de communication de ces opérations.

Par ailleurs, elle souhaite rendre obligatoire l'Opa dans les cas où l'intention d'achat dépasse 30 % du capital de la société.

Enfin, des sanctions spécifiques devraient s'appliquer aux « délits d'initiés » face auxquels la Consob est actuellement impuissante.

La réussite de cette réforme devra avoir à la fois

pour fondement et pour conséquence la diversification des intervenants sur le marché de l'inscription de l'investissement en actions dans une perspective de moyen terme. La réalisation du projet confèrera aux banques un rôle prépondérant, confortant l'importance qui leur est reconnue dans la réforme du marché secondaire des titres publics. □

TABLEAU 1

ÉVOLUTION DU MARCHÉ DE LA BOURSE DE MILAN

Fin d'année	Nombre de sociétés	Nombre d'actions	Capitalisation (en Mds)	Transactions (en Mds)		Indice Comit 1972 = 100
				Total	Moyenne quotidienne	
1976	155	178	6 994	1 092	4	74,51
1977	144	168	5 371	754	3	55,68
1978	143	165	8 145	1 635	7	68,83
1979	139	164	10 339	2 875	11	81,86
1980	134	174	23 543	7 343	29	170,20
1981	132	178	28 749	12 334	49	192,43
1982	138	190	27 299	3 770	15	164,06
1983	139	201	34 698	5 880	23	191,48
1984	143	213	49 793	7 143	28	230,31
1985	147	214	98 195	26 315	104	457,04
1986	184	284	190 914	66 571	265	722,78
1987	204	321	148 023	42 443	170	488,00

Source : Presse nationale.

LA RÉFORME DE LA BOURSE DE MILAN

TABLEAU 2

COMPOSITION DES ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES

(EN POURCENTAGE)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Billets et pièces	6,8	6,5	6,3	6,1	5,7	5,4	5,3	5,1	4,7	4,3	3,8	3,4
Dépôts bancaires	44,5	46,2	49,3	48,8	48,5	45,2	42,7	44,3	40,7	37,7	34,1	30,0
Dépôts postaux	8,2	8,2	8,3	8,5	8,6	8,0	7,2	6,7	6,1	5,8	5,6	5,5
Bons du Trésor	0,1	1,3	2,7	3,7	5,6	8,6	12,3	12,6	13,1	13,6	12,7	10,7
Dépôts et certificats d'épargne d'institution spéciales de crédit	2,6	2,1	2,0	2,1	1,9	1,6	1,7	2,8	2,5	2,7	2,3	2,1
Certificats de crédit du Trésor	—	—	0,6	1,5	2,2	2,3	2,7	3,5	7,9	10,3	12,0	11,4
Autres titres d'État	3,1	3,0	2,5	3,4	3,3	2,3	2,3	1,7	2,0	2,4	2,1	3,3
Autres titres à moyen et long terme libellés en liras	8,2	6,5	5,3	4,5	3,6	2,7	2,5	2,7	3,0	2,9	2,7	2,5
Titres du SICAV italiennes	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,2	2,2	5,8
Actions italiennes	4,5	4,3	2,3	2,2	2,1	6,2	6,2	4,2	4,2	4,6	8,1	12,1
Participations italiennes	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	0,9	1,3	1,8	1,4	1,4
Actifs étrangers	1,4	1,3	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0
Réserves actuarielles	6,6	6,5	6,5	6,2	5,9	5,7	5,4	5,4	5,3	5,1	4,9	10,8
Provisions pour indemnités de licenciement	13,2	13,0	12,3	11,3	10,6	9,8	9,2	8,8	8,1	7,4	6,7	10,8
Autres actifs	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,7	0,5	0,4	6,3	0,2	10,8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Banque d'Italie, octobre 1986 et mai 1987.

TABLEAU 3

FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES

(en % des flux)	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Dettes à court terme	46,4	26,5	34,8	42,7	55,5	51,0	40,5
Dettes à moyen et long terme	36,9	49,5	31,7	22,4	17,2	25,6	25,5
Obligations	0,5	1,9	12,3	5,4	3,7	3,1	9,6
Actions	5,4	4,7	5,5	6,7	9,6	8,0	18,8
Fonds de dotation	7,3	7,4	19,8	21,2	12,7	9,5	3,0
Autres	3,5	9,9	-4,1	1,6	1,3	2,8	2,6
	100	100	100	100	100	100	100

Source : DGE d'après le rapport annuel 1986 de la Banque d'Italie.