

## ISTANBUL STOCK EXCHANGE

BAHSAYIS TEMIR\*

L'*Istanbul Stock Exchange* (ISE), la Bourse centralisée nationale de Turquie, créée en 1987 a enregistré à partir de 1989 une croissance exceptionnelle. Dès 1989, l'activité de la Bourse turque est passée à la première place de la liste des performances de marchés émergents de l'*International Finance Corporation* (IFC). Toutefois, la crise monétaire et financière du début de 1994 qui a fortement ébranlé l'économie turque a stoppé brutalement le développement rapide de la bourse d'Istanbul.

Le cadre législatif actuel relatif aux marchés des capitaux en Turquie a été fixé en 1981, date de l'adoption de la *Capital Market Law*. Cette loi concerne principalement les questions relatives aux marchés primaires et les principes fondamentaux du fonctionnement et de la réglementation des institutions intermédiaires et des valeurs échangées sur les marchés. Ce même texte a également établi le *Capital Market Board*, comité responsable de la réglementation et de la surveillance des marchés, et qui a débuté en 1982. Dans la structure de l'actuel système au mérite, il a eu pour fonction essentielle de délivrer des autorisations en vue d'émissions de valeurs par les sociétés. En 1992, avec les amendements apportés à la *Capital Market Law*, le système des émissions de valeurs a évolué du système au mérite à celui des divulgations (*disclosure system*). A présent, le Comité est chargé d'enregistrer les émissions qui se plient à ses exigences d'inscription.

Adoptés et mis en œuvre au sommet de la crise bancaire, qui a eu un effet négatif important sur les marchés financiers au début des années 1980 en Turquie, la *Capital Market Law* et le *Capital Market Board* ont mis l'accent sur la protection des investisseurs. Ce fut l'une des principales raisons de l'adoption du système au mérite, qui confère au *Board* le pouvoir de rejeter une demande d'offre publique ; toutefois, il ne s'agissait que d'une étape transitoire jusqu'à l'amélioration des conditions du flux d'information.

On peut envisager la période 1982-86 comme une phase de préparation du cadre institutionnel par les réglementations du *Capital Market Board*. A ce stade, les intermédiaires financiers non-bancaires et leur champ d'opé-

133

---

\* Conseil en marché de capitaux, Ankara, Turquie.

ration ont été définis, et les valeurs et les principes de leur émission, spécifiés : instruments de base, actions et obligations, modes de transaction et d'émission, et réglementation des institutions financières sur le marché.

En outre, on a préparé le cadre réglementaire pour le fonctionnement des Bourses et réorganisé l'*Istanbul Stock Exchange* ; et c'est en janvier 1986 que ce dernier, nouvellement combiné, a commencé à fonctionner sous les nouvelles règles.

Au cours des deux années suivantes, un processus d'apprentissage s'est enclenché, en vertu duquel le système financier jusqu'alors fortement marqué par la banque, aussi bien que le public investisseur, ont acquis une plus grande familiarité et plus d'expérience avec le nouveau système d'allocation de fonds et le marché secondaire. Cette période se caractérise notamment par le rôle continu du *Board* sur les marchés, en encourageant l'intérêt des participants et en leur fournissant le terrain de jeu.

#### *La structure de l'ISE et le marché des valeurs*

L'*Istanbul Stock Exchange* est une organisation publique auto-réglementée et professionnelle, dirigée par un Conseil Exécutif composé d'un président et de quatre membres élus, qui chacun représentent un groupe de membres différents (institutions ou intermédiaires). Le président est salarié par le gouvernement pour cinq ans, agit en qualité de Directeur général et doit exercer une fonction d'intermédiaire entre les membres et les autorités. L'ISE doit rendre des comptes devant les deux corps directeurs, le Sous-secrétariat du Trésor et le *Capital Market Board* (CMB), les problèmes administratifs étant du ressort du Sous-secrétariat du Trésor. L'Assemblée Générale est le corps décideur de l'ISE et ses décisions sont soumises à l'approbation du *Capital Market Board*. Enfin, tous les comptes de l'ISE sont vérifiés par deux comptables internes salariés par l'Assemblée Générale et par le CMB.

Les transactions sur l'ISE ont lieu sur des actions au porteur de 150 sociétés qui représentent environ 20 % des 500 premières sociétés turques. Les *floor traders* des 174 membres, comprenant un grand nombre de banques étrangères, exécutent les ordres dans un contexte d'enchère continue de 10 h 30 à 12 h 30. Une demi-heure est consacrée aux transactions de faible montant avant l'ouverture du marché principal. Deux nouveaux marchés pour les coupons prioritaires et les actions nouvellement émises ont été institués au début de l'année 1993.

Le marché à revenu fixe, établi au cours de l'été 1991, comprend les transactions sur les papiers du gouvernement (obligations et bons du Trésor) et les valeurs à revenu fixe du secteur privé. Deux types de

transactions sont exécutées sur le marché : achats et ventes au comptant, et, depuis février 1993, *repos and reverse repos*.

La détermination des prix sur l'*Istanbul Stock Exchange* repose sur la méthode dite de « l'enchère continue » d'après laquelle les acheteurs et les vendeurs affichent leurs ordres de vente et d'achat sur les tableaux. En décembre 1993, l'*ISE Electronic Trading System* (ELIT) a été inauguré ; à son stade initial, le réseau regroupe 50 effets échangés sur le second marché. Ce système automatique fonctionne encore sur une base expérimentale dans la construction existante et le projet demande la mise à disposition de terminaux pour chaque membre de l'ISE pour les transactions sur les effets de la Seconde Section.

Le marché des valeurs est divisé en deux sections. Le Premier Marché comprend 53 sociétés qui constituent 85% de la valeur totale dudit marché. Les sociétés restantes sont échangées sur le Second Marché. Les 53 sociétés de la Première section sont comprises dans l'indice composite de l'ISE, et leur part de 85% du marché est calculée en termes de portion d'effets ouverts au public, de la valeur échangée et du nombre de contrats.

Il existe aussi deux marchés supplémentaires pour les transactions sur les coupons prioritaires et sur les lots d'articles disparates (*odd-lot*), les titres de faible dénomination ; ces négociations ont lieu tous les matins avant la session principale de la bourse.

Au cours de cette dernière, les actions sont négociées en lots, chaque lot représentant 1.000 actions. Cette limite s'applique à tous les titres de société, à une exception près. Les cotations de lots d'articles disparates sont également possibles lors de la première session, auquel cas le montant affiché sur le tableau est indicatif du nombre d'actions.

Les négociations sur l'ISE sont réalisées par l'intermédiaire des Membres de la Bourse, quelque soit le marché. Ces membres sont des banques de développement, des banques commerciales et des maisons de courtage ; parmi les banques, on compte de nombreux établissements étrangers ou branches d'établissements établis à l'étranger. Ces institutions intermédiaires doivent demander au préalable une autorisation auprès du *Capital Market Board* avant d'être autorisées à effectuer différentes fonctions. Le nombre des Membres de la Bourse est passé à 176 à la fin de l'année 1993, soit 11 banques d'investissement, 51 banques commerciales et les 112 autres sont des maisons de courtage.

Les membres peuvent négocier pour leurs clients et pour leur propre compte ; néanmoins tous ne peuvent s'engager dans les transactions du marché primaire à cette double fin.

Au cours de la phase initiale, toutes les institutions doivent faire le choix de l'une des activités suivantes et obtenir une licence auprès du CMB : opérations sur le marché primaire et activités d'intermédiaire sur les

marchés secondaires. La procédure suivante implique l'éligibilité à la qualité de membre de l'ISE ; les candidatures sont finalement examinées par le Conseil Exécutif de l'ISE.

### *La performance du marché*

Le marché des valeurs a connu une croissance considérable, particulièrement entre 1989 et 1993. Celles qui ont suivi la fondation de l'ISE (janvier 1986) peuvent être considérées comme une période d'apprentissage pour les participants du marché, demandeurs et fournisseurs de valeurs. Les transactions sur les actions à la Bourse ont marqué une reprise en 1989, lorsque le volume annuel des transactions est passé de 115 millions de dollars US à 773 millions de dollars US (la moyenne journalière est passée de 0,45 million à 3,03 millions de dollars US.), l'indice composite a ainsi enregistré une hausse de 490 % (370 % exprimés en dollars US).

En 1993, l'indice composite de l'ISE exprimé en dollars US est passé de 272 à 833, et le chiffre d'affaires quotidien a presque triplé, augmentant de 34,1 millions de dollars à 88,5 millions de dollars. De même, le nombre d'actions échangées est passé de 40,9 millions à 93 millions par jour.

136

Etabli au cours de l'été 1991, le marché des bons du Trésor et obligations s'est considérablement développé ; le chiffre d'affaires quotidien y a augmenté de façon importante, passant de 2,3 millions de dollars à 33 millions de dollars à la fin de l'année 1993.

Les obligations des sociétés et du gouvernement, les bons du Trésor, et les certificats d'actions, sont échangés sur ce marché, qui compte pour membres participants la Banque centrale de Turquie et d'autres membres de la Bourse ayant dûment signé et endossé le *Bonds and Bills Market Affidavit* préparé par l'ISE.

Les membres sont tenus d'avoir une garantie dont le montant et le type sont déterminés par la Bourse, et, à condition de ne pas dépasser leur « limite d'échange », également fixée par la Bourse. Ils bénéficient d'une marge de négociation pouvant atteindre 20 fois la valeur courante de la garantie déposée.

Les informations relatives aux transactions sur les obligations du gouvernement, les bons du Trésor, les obligations de société, les valeurs gagées sur papier commercial, les certificats d'actions et les billets de banque, menées sur le marché OTC, sont soumises à l'ISE à des fins d'enregistrement. Les enregistrements sont réalisés par le Département des marchés des capitaux et des valeurs de l'ISE sur une base hebdomadaire. La commission perçue pour les transactions réalisées sur le marché OTC et enregistrées, est la même que celle retenue sur le marché des obligations et des bons du Trésor.

*L'investissement étranger*

Les procédures d'investissement sur les valeurs turques par des non-résidents ont été largement facilitées par l'introduction, en 1989, du concept d'investissement de portefeuille, par opposition à l'investissement étranger direct, dans les réglementations régissant la mobilité du capital en Turquie. Comme une part de la libéralisation générale des politiques adoptées sur les marchés financiers, comme pour le commerce extérieur, les règles gouvernant les mouvements de capitaux et les transactions d'échange avec l'étranger ont été largement assouplies par l'adoption du Décret-Loi n° 32, qui a remplacé la réglementation stricte jusqu'alors en vigueur sur ces sujets.

Sous les réglementations actuelles, il n'y a pas de restrictions sur les transactions des investisseurs étrangers. Les marchés des actions et des obligations sont ouverts aux investisseurs étrangers avec des garanties de rapatriement des produits réalisés. Les transactions sur les valeurs doivent être réalisées par l'intermédiaire des membres de la Bourse, qui sont les banques et les maisons de courtage autorisées ; et les opérations de change concernant le rapatriement des fonds liés à ces transactions doivent être effectués par les banques et les institutions financières spécialisées, qui sont aussi autorisées à exécuter des transferts de fonds. Pour le règlement des transactions d'investisseurs étrangers, un compte de caisse étranger est exigé, dont l'ouverture n'est soumise à aucune autorisation préalable des autorités. Les banques et les maisons de courtage doivent fournir au Trésor des rapports et des informations trimestriels relatifs à l'investissement des étrangers. Dans le cas où un non-résident (y compris des compagnies d'investissements et des gestionnaires de fonds d'investissements) désire participer au Comité des directeurs d'une société ou à son assemblée générale, ou souhaite encore s'engager dans les opérations d'une société de quelque manière que ce soit, alors cet investissement ne sera plus considéré comme un investissement de portefeuille et devra être enregistré conformément aux provisions de la *Foreign Capital Law*, relative aux investissements directs.

Les investissements étrangers sur les marchés des capitaux turcs ont été très importants et, pour la plupart, le fait d'investisseurs institutionnels intéressés par les marchés émergents. Dans la première moitié de 1993, le montant des capitaux importés par les transactions de valeurs de non-résidents a été de 265.649 dollars, dont 84 % provenant d'achats d'actions, et 26 % des valeurs à revenu fixe. Le montant du capital transféré à l'étranger dans la même période à la suite de ventes de non-résidents, a été de 82.174 dollars - dont 79.544 provenant de ventes d'actions.