



# Revue Elargissement Spécial Marchés

Dossier 55 - Juin 2005

© MINEFI – DGTPE

Consultez notre site consacré à l'élargissement de l'UE : [www.missioneco.org/elargissement](http://www.missioneco.org/elargissement)

## Marchés boursiers

## Les marchés des NEM un an après l'adhésion

Sébastien COCHARD

[sebastien.cochard@missioneco.org](mailto:sebastien.cochard@missioneco.org)

**Capitalisation des marchés  
d'actions (titres domestiques) en  
Mrds € poids dans le PIB (%) et  
nombre de sociétés cotées (N) au  
01.05.05**

	Mds	%	N*
POL	47,7	23	225
HU	22,7	28	46
CZ	24,2	27	52
SLV	6,8	26	138
CY	4	32	148
EST (omx)	4,6	52	13
LIT (omx)	4,8	27	43
SLK	4,1	12	277
MAL	2,4	55	13
LET (omx)	1,2	12	39
Total	123	26	994
LSE (UK)	2136	130	2942
Euronext**	1764	70	983
Deut.Börse	867	40	797
ESP	694	87	3230
ITA	595	44	278
OMX***	540	87	582
GRE	94	57	309
IRL	79	54	62
AUT	74	32	123
LUX	37	146	232
Total	6879	71	9538

Source: FESE \* étrangères inclus

\*\* France, P-B, Belgique, Portugal

\*\*\* Suède, Finlande, Danemark ;  
baltes non inclus

\* Les introductions à la cote dans les NEM l'ont été historiquement selon trois processus : 1/ les privatisations de masse, « par coupons » ; 2/ l'introduction en bourse d'une part du capital des sociétés lors de leur privatisation ; 3/ des offres publiques primaires de titres de sociétés détenues par des intérêts privés dès leur création (initial public offerings, IPO). Les privatisations de masse ont ainsi été à l'origine de la plupart des cotations des marchés tchèque et lituanien. Le nombre de sociétés cotées, suite aux vagues de privatisations par coupons, a ainsi atteint un maximum de 1.800 en 1998 sur la bourse de Prague (PSE) ; la quasi-totalité d'entre elles a

Les marchés des Nouveaux Etats Membres financent des entreprises qui sont très importantes pour les économies locales mais cependant trop petites au plan international pour accéder efficacement aux cotations sur les marchés de l'UE-15. Le maintien de marchés boursiers en Europe Centrale peut donc apparaître souhaitable, alors même que l'entrée en vigueur des nouvelles directives financières européennes se traduira par un très fort durcissement de leur environnement concurrentiel.

### 1 - Les marchés d'actions des pays accédants apparaissent de petite taille, mais ils remplissent leur fonction de financement des entreprises cotées.

■ A fin avril 2005, le total de leur capitalisation boursière ne s'élève qu'à 123 Mrds € soit 0,45% de la capitalisation boursière mondiale, moins de 1,8% de la capitalisation boursière totale de l'UE-25 et seulement 7% de la capitalisation d'Euronext. Le plus important des marchés de la zone, le Warsaw Stock Exchange (WSE), ne dépasse par sa capitalisation que le Luxembourg. La capitalisation rapportée aux PIB des nouveaux Membres (26%) apparaît également faible par rapport aux niveaux de l'UE (71% du PIB des 15). Enfin, les marchés boursiers des NEM présentent une liquidité généralement plus faible que dans l'UE : le taux de rotation des titres (*turnover*, montant annuel des transactions rapporté à la capitalisation du marché), n'y est en moyenne que d'environ 35%, soit le niveau enregistré dans les plus petits marchés de l'UE (Athènes : 40% ; Vienne : 35%) et trois à quatre fois plus faible que ceux d'Euronext, de la Deutsche Börse ou du LSE (de l'ordre de 100 à 130%). Le Budapest SE présente le plus fort taux de rotation de la zone élargissement, avec 63% en 2004.

Aucune conclusion ne peut cependant être tirée de cette faible taille des marchés quant à leur rôle économique effectif : la comparaison des capitalisations entre des marchés qui fonctionnent depuis soixante ans et d'autres qui ont été mis en place il y a à moins de quinze ans, est en effet particulièrement peu significative. Une accélération du phénomène de rattrapage a, par ailleurs, pu être observée en 2004, année de l'adhésion à l'UE qui a vu en particulier les marchés des nouveaux membres accéder au statut européen de « marchés réglementés », librement accessibles par les intermédiaires financiers et l'ensemble des fonds de gestion collective européens. Entre fin 2003 et avril 2005, en dépit du recul intervenu au cours des premiers mois de 2005 (affaiblissement de l'intérêt des investisseurs internationaux pour les titres des pays émergents), la capitalisation totale des 10 marchés des NEM s'est accrue de +73% en euros, contre seulement +14% pour les marchés de l'UE-15 et le poids des marchés boursiers dans le PIB des 10 NEM a progressé de +63% (contre +8% dans les 15).

■ Le nombre de sociétés cotées sur les marchés boursiers des pays de l'élargissement est du même ordre que celui de la plupart des marchés de taille moyenne de l'UE-15 \* (ce constat n'apparaît pas de façon évidente du fait du regroupement de quatre marchés dans Euronext et de trois dans OMX, hors pays Baltes) et les marchés de la zone élargissement connaissent un nombre

ensuite été progressivement retirée de la cote, face à l'absence de transactions ou à la non-viabilité des sociétés elles-mêmes. Le PSE n'a par ailleurs jusqu'à présent connu que deux IPO depuis sa création. La plupart des 600 sociétés lituaniennes introduites à la cote suite aux privatisations de masse en ont été retirées ; la Lituanie connaît cependant des flux d'IPO. A l'opposé du cas tchèque, le marché boursier slovène a été mis en place afin de permettre des IPO de sociétés privées ; en Pologne et Hongrie, les marchés ont été alimentés dès l'origine à la fois par des IPO et par la mise sur le marché d'une partie du capital des sociétés privatisées.

Nombre d'IPO, 2001 à 2005

	05	04	03	02+01
POL	12	36	6	14
HU	0	1	2	1
CZ	1	1	0	1
SLK	2	0	12	4
SLV	2	19	15	41
LIT	na	1	6	15
LET	na	4	0	4
EST	na	0	0	1
MAL	0	0	1	3
CY	0	2	1	35
Total	17	64	43	119
LSE	211	423	201	446
Euront	7	32	24	67
Deut.B.	3	6	0	27
ITA	2	10	11	32
OMX*	8	14	7	51
GRE	0	10	13	36
IRL	0	2	0	2
AUT	3	4	9	16
LUX	8	10	23	21

Source : FESE, WFE (FIBV)

\* hors baltes

*\*\* La perspective, grâce au bon fonctionnement des marchés et en particulier du Warsaw SE, de ne pas rencontrer de difficultés lors de la phase d'accession à la cote, apparaît contribuer fortement au rattrapage de la zone en matière de développement du capital risque (qui ne représente encore que le tiers du niveau moyen atteint dans l'UE). Selon l'association européenne des investisseurs en capital (EVCA), après 320 M€ recueillis en 2003 dans des fonds de capital risque consacrés à la zone élargissement (dont 177 M€ destinés à la seule Pologne), 550 M€ ont été levés en 2004 et l'EVCA prévoyait (en mai 05) la constitution de 800 M€ de nouveaux fonds en 2005. En 15 ans (1990-2004), les fonds d'investissement en capital auraient consacré 7Mds€ à l'Europe Centrale en 15 ans.*

d'IPO comparable à celui des marchés occidentaux de taille moyenne : cette activité témoigne d'un rôle effectif de financement de l'économie. La Pologne en particulier, avec 36 IPO en 2004 et déjà 12 IPO sur les quatre premiers mois de 2005, se classe au deuxième rang européen. Les introductions en bourse polonaises ont représenté une capitalisation nouvelle de 11,2 Mrds € en 2004 (5,5% du PIB) ; sur ce total, 2,5 Mrds (soit 7% de la FBCF) représentent des capitaux nouveaux pour les entreprises et 8,6 Mrds ont été versés aux propriétaires initiaux (dont 2,5 Mrds de recettes de privatisations et 6 Mds pour les détenteurs privés). De 1999 à 2004, en Pologne, Hongrie et Slovaquie, les IPO et émissions secondaires (émissions de titres d'entreprises déjà cotées) ont ainsi représenté en moyenne plus de 4% de l'investissement total (FBCF). Ce niveau est supérieur à celui des pays de l'UE qui disposent de marchés financiers de taille moyenne (Autriche, Danemark). Ces flux d'introduction en bourse créent une forte incitation au développement de l' « investissement en capital » (*private equity/venture capital*) dans la région\*\*.

Selon le Warsaw Stock Exchange, les entreprises polonaises cotées trouveraient (en moyenne) environ le quart de leurs financements sur le marché boursier, le reste se répartissant à parts approximativement égales entre l'autofinancement les prêts bancaires. Les émissions de titres obligataires progressent (1,7 Mrds € en 2004, +37% par rapport à 2003) mais ne concernent encore qu'un très petit nombre de sociétés (de manière générale dans les NEM, à l'exception de la République tchèque, le marché de la dette reste largement monopolisé par les émissions publiques). La part du financement apportée par le marché boursier serait par ailleurs plus importante (près de la moitié du total) pour les 30% des sociétés cotées qui présentent la plus petite taille, c'est-à-dire celles qui pourraient éventuellement disposer d'un accès relativement plus difficile aux prêts bancaires ou aux flux d'IDE. Les sociétés cotées sur les marchés des NEM apparaissent généralement de petite taille selon les critères internationaux : 50% des sociétés cotées en Hongrie et en Pologne auraient ainsi moins de 150 M€ de chiffre d'affaires annuel. Des entreprises dont la taille serait insuffisante pour accéder aux marchés boursiers en Europe Occidentale semblent ainsi être en mesure de pouvoir se financer sur les marchés de la zone élargissement. Symétriquement, des 500 sociétés polonaises aux chiffres d'affaires les plus élevés en 2004, seules 115 sont à ce jour cotées, ce qui laisse entrevoir la poursuite d'introductions en bourse à un rythme soutenu.

■ Ce rôle de financement devrait continuer à se développer parallèlement à l'élargissement de la base d'investisseurs : les pays de la zone enregistrent une progression conjointe des investisseurs institutionnels domestiques et des investisseurs étrangers dans les détentions d'actifs boursiers. Les investisseurs étrangers sont, d'ores et déjà, particulièrement présents en Hongrie et en Estonie (où ils détiennent 80% des actifs boursiers). 30% des actifs boursiers tchèques seraient détenus par des non-résidents. En Pologne les volumes de transactions se répartissent également entre les non-résidents (33% des transactions 2004), les investisseurs institutionnels domestiques (32%) et les investisseurs individuels domestiques (35%). En revanche les investisseurs étrangers ne détiendraient qu'environ 10% des actifs boursiers en Slovaquie. La croissance des investisseurs institutionnels domestiques devrait en particulier contribuer à développer les marchés de la zone. Parallèlement à la montée en charge des fonds collectifs (notamment les fonds de retraites), l'on devrait assister à une progression de la part des actions dans leurs portefeuilles ; ainsi en Pologne, les actions ne représenteraient actuellement qu'environ 30% des actifs gérés par les investisseurs institutionnels. Cette part devrait être amenée à croître, de même qu'en Hongrie, où les fonds de pension ne réaliseraient que 8% de leurs investissements en actions.

Evolution des indices boursiers

	2004	2003
HU (Bux)	57,2%	16,8%
POL (Wig)	27,3%	33,9%
SLV (Sbi)	24,7%	18,0%
E. Paris (Sbf250)	9,2%	14,4%
UK (Ftse AS)	9,2%	13,4%
De.Bör (CDax)	6,3%	27,4%

Source : WFE (FIBV)

\* Des décisions récentes (fin mai 05) ont tout de même eu lieu et qui, bien que réversibles, apparaissent fragiliser les marchés locaux : Hansapank, première capitalisation du marché estonien – dont elle représente 65% de la capitalisation – est détenue par le suédois Swedbank et la dernière AG des actionnaires a décidé de ne plus coter la société qu'à Stockholm ; les actionnaires de Nafta Gbely, première capitalisation du marché slovaque dont elle représente 60%, ont décidé de retirer la compagnie de la cote à Bratislava. A l'inverse le polonais PKN Orlen a décidé de maintenir la cotation de Unipetrol, qu'il vient de racheter, sur le marché tchèque.

Indicateurs de rendements\*

	PER	
	2004	2003
Ljubljana	25	17
Budapest	15	17
Varsovie	17	50
LSE	15	18
Euronext Paris	13	17
	Rendement total	
	2004	2003
Ljubljana	26	20
Budapest	62	24
Varsovie	28	45
LSE	12	20
Euronext Paris	13	1

Source : FIBV (WFE)

\* Définitions tableau

PER : rapport du prix des actions sur les revenus courants des sociétés  
Rendement total : gains en capitalisations + dividendes versés

\*\* Deux sources de revenus additionnels peuvent ainsi être recherchées par les marchés les plus importants : le développement de la cotation et du trading de nouveaux produits (produits dérivés, Exchange Traded Funds, etc) et la vente d'informations financières. Varsovie devrait ainsi débiter la cotation d'ETF au troisième trimestre 05 et Budapest a conclu un partenariat avec le Nymex pour l'organisation d'un marché mondial de futures de pétrole russe (Ural Crude), largement consommé en Europe Centrale et Orientale.

2 - L'entrée en vigueur, entre 2006 et 2008, des principales directives du Plan d'Action pour les Services Financiers se traduira par un durcissement des conditions de la concurrence et pourrait précipiter la disparition de certains marchés de la zone :

■ Jusqu'à présent, l'entrée dans l'UE ne s'est pas traduite par une migration des listings des NEM vers les grands marchés occidentaux, comme cela avait été craint ; mais le risque subsiste et pourrait être renforcé notamment par l'entrée en vigueur de la Directive « prospectus », qui rendra automatique l'acceptation par le pays d'accueil du visa d'émission octroyé par l'autorité boursière du pays d'origine de la société. Des *délistings* importants se sont certes produits au cours des derniers mois, mais en général liés à des fusions-acquisitions et sans pour autant qu'un mouvement systémique ne se dessine\*. La reconnaissance mutuelle de tous les marchés boursiers de l'UE autorise en théorie tout membre d'une bourse à réaliser à distance des transactions sur les principaux titres des NEM : les sociétés concernées pourraient être tenter de supprimer le coût de la cotation multiple en choisissant le prestige et la liquidité de la seule place étrangère. Ce risque de migration devrait cependant pouvoir rester contenu, comme cela a été le cas jusqu'à présent, par les avantages que confèrent aux entreprises des NEM leur notoriété et leur poids sur leurs marchés d'origine.

Le deuxième risque principal trouve son origine dans l'entrée en vigueur, probablement en 2007, de la Directive « marchés d'instruments financiers ». Alors que la plupart des marchés de la zone (en particulier en Pologne, Hongrie et République tchèque) disposent d'une règle de concentration des ordres (obligation de passer une transaction sur un titre coté à travers un marché réglementé), l'autorisation par la directive des pratiques d'internalisation systématique (compensation en interne, par une banque par exemple, des ordres à l'achat et à la vente, dont seul le solde vient contribuer à la liquidité du titre et à la formation du prix sur le marché boursier) devrait se traduire par la fragmentation d'une liquidité déjà faible. De surcroît ce détournement de liquidité sera organisé par des acteurs (les grandes banques d'investissement internationales) dont le pouvoir de fixation des prix est nettement supérieur à celui des marchés réglementés de la région. Ces derniers se trouveront soumis à une pression concurrentielle sur leurs activités de transactions d'autant plus forte qu'ils sont de petits marchés.

■ Les marchés des NEM opèrent donc actuellement des choix stratégiques destinés à leur permettre d'assurer une certaine forme de pérennité. Différents axes sont possibles \*\*, mais les activités de « post marché » semblent concentrer les enjeux. La recherche de nouveaux revenus s'est en effet largement traduite, dans la zone élargissement, par la constitution de structures en « silo » qui intègrent, sur le modèle de la Deutsche Börse, les entités de gestion du marché (cotation et transaction) avec celles du « post marché » (compensation, règlement-livraison et dépositaire central). Le Prague Stock Exchange (SE) est ainsi propriétaire à 100% de la structure de compensation-règlement-livraison (qui lui procure la moitié de son revenu) et doit réunifier en 2006 cette structure avec le dépositaire central. Les marchés de Riga et Tallinn se sont également portés acquéreurs en 2002 des structures locales de « post marché » ; le Budapest SE devrait acquérir sa structure de « post-marché » dans les prochains mois.

■ Les marchés d'Europe centrale comprennent, actuellement, trois acteurs à dimension régionale. Le premier d'entre eux est le groupe suédois OMX. La recherche d'harmonisation et de mise en commun de moyens entre les bourses des trois pays baltes, qui avait donné lieu à la création en janvier 2000 de la « liste baltique » (marché virtuel des 15 principaux titres des trois bourses), s'est poursuivie en 2001 par un rapprochement avec Helsinki, dont l'entreprise de marché, HEX, a *in fine* racheté ses homologues estonien et letton. Les pays

**4 principales capitalisations (M€  
et % de la capitalisation totale**

Warsaw Stock Exchange		
PKO BP	6 502	13
TPSA	6 483	12
Pekao	5 373	10
PKN Orlen	3 781	7
<i>Total</i>		43
Budapest Stock Exchange		
OTP	6 173	29
MOL	5 464	26
MATAV	3 570	17
Richter	1 674	8
<i>Total</i>		80
Prague Stock Exchange		
Erste Bank	6 108	28
CEZ	4 301	20
Komerční banka	2 651	12
Cesky Telecom	2 534	12
<i>Total</i>		72
Ljubljana Stock Exchange		
KRKA	1 248	18
Petrol	574	8
Mercator	536	8
Sava	368	5
<i>Total</i>		38
Cyprus Stock Exchange		
Bank of Cyprus	1 201	33
Cyprus Popbank	597	17
Hellenik Bank	152	4
VIPGP	138	4
<i>Total</i>		58
OMX - Tallinn SE		
Hansapank	3 050	66
Eesti Telekom	993	22
Merko Ehitus	172	4
Norma	86	2
<i>Total</i>		94

Source : Entreprises de marchés

\* Le BSE devrait pouvoir acheter complètement KELER en fin d'année 2005, grâce à la cession des parts (53,5%) détenues par la banque centrale hongroise, soucieuse au préalable de s'assurer la protection de la fonction de dépositaire central de tout risque de nature bancaire (crédit, prêt de titres, etc).

scandinaves (Suède, Danemark, Norvège, Islande) mettaient de leur côté en place un marché boursier unique, NOREX, autour d'une plate-forme de transaction commune et avec l'application d'accords d'adhésions croisées : le rachat en 2003 de HEX par l'entreprise de marché suédoise OM rebaptisée OMX (qui a par la suite également racheté le marché lituanien puis danois), s'est traduite par l'intégration des baltes à NOREX, dont ils partagent les infrastructures de trading et les membres (courtiers) tout en continuant de s'afficher, vis-à-vis des investisseurs, comme un sous-groupe autonome.

- La banque allemande HVB constitue un deuxième acteur régional. Début 2004, la filiale hongroise de HVB a créé un consortium avec des banques autrichiennes et la Wiener Börse, afin de racheter 69% du Budapest SE. Le rapprochement entre les bourses de Vienne et de Budapest est mis en avant dans cette opération ; HVB-Hongrie (premier actionnaire du BSE) souhaitait pour sa part, selon la presse financière locale, pouvoir être en mesure d'acquiescer dans un deuxième temps la très rentable structure de post-marché hongroise, KELER (dépositaire central et chambre de compensation - la seule agissant comme contrepartie centrale du marché au sein des NEM), détenue minoritairement par le BSE. Un objectif dérivé de HVB pourrait avoir été de chercher à ralentir la transformation de KELER en banque commerciale - et en particulier de limiter le développement de son activité de banquier conservateur de titres (*custodian*), qui venait concurrencer la principale activité de HVB en Hongrie\*. Une problématique équivalente se présente en Pologne, où HVB détient la banque BPH, important acteur local de la conservation de titres et où le dépositaire central (KDPW, détenu à parts égales le WSE, l'Etat et la Banque Centrale), apparaît naturellement tenté par le développement d'activités de banque commerciale. Le consortium HVB-Wiener Börse a donc d'ores-et-déjà affiché son intérêt à pouvoir participer à la privatisation du Warsaw SE. HVB pourra mettre en avant, auprès des décideurs polonais, son souci d'un maintien de places boursières indépendantes. Une éventuelle fusion/acquisition avec Unicredito (également très présent dans la zone) ne ferait que renforcer les ambitions régionales de HVB.

- Le troisième acteur régional est le Warsaw Stock Exchange (WSE), possédé à 98% par l'Etat et dont la privatisation constituera une étape majeure de la réorganisation boursière dans la région. Le WSE regroupe près de 40% de la capitalisation de la zone, dispose de la « clientèle captive » des fonds de pensions obligatoires (qui ne sont toujours pas autorisés à investir plus de 5% de leurs actifs en dehors de Pologne) et cherche à développer une fonction de « hub » régional. Visible mondialement par les investisseurs, il conserve en effet cette proximité des marchés d'origine, précieuse pour la viabilité boursière des entreprises des NEM. Six entreprises étrangères sont cotées depuis peu sur le WSE, dont deux sociétés hongroises et deux banques autrichiennes. Comme peut l'illustrer la tentative avortée de reprise du marché de Vilnius en partenariat avec Euronext, le WSE apparaît actuellement plus comme une proie potentielle que comme un acteur de la recomposition boursière régionale ; cette situation changera une fois la privatisation achevée.

**Copyright :** Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse de la Mission Economique pour l'Elargissement (adresser les demandes à [yann.lepape@missioneco.org](mailto:yann.lepape@missioneco.org)).

**Clause de non-responsabilité :**

Les ME s'efforcent de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigeront, dans la mesure du possible, les erreurs qui leur seront signalées. Toutefois, elles ne peuvent en aucun cas être tenues responsables de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication qui ne vise pas à délivrer des conseils personnalisés qui supposent l'étude et l'analyse de cas particuliers.



Directeur de rédaction : Olivier LOUIS  
[olivier.louis@missioneco.org](mailto:olivier.louis@missioneco.org)  
Resp. de rédaction : Yann LEPAPE  
Relecture : Marc LANteri

Ambassade de France en Pologne MEconomique pour l'Elargissement  
Ul. Piekna 1  
00-477 VARSOVIE

Date de parution : bi-mensuel  
ISSN : en cours d'inscription  
Abonnement gratuit : [yann.lepape@missioneco.org](mailto:yann.lepape@missioneco.org)