

Réformes et renforcement de l'attractivité internationale de la Bourse de Riyad depuis 2015

Résumé : La modernisation des marchés de capitaux et d'actions, définie dans le *Financial Sector Development Program* de la *Saudi Vision 2030*, vise à attirer les investisseurs internationaux et à favoriser le développement du secteur privé saoudien. Régulée par l'Autorité des Marchés des Capitaux (CMA-Capital Market Authority), la Bourse de Riyad, le Tadawul est dirigée depuis 2017 par une femme, Sarah Al Suhaimi, cas unique dans les pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG). A partir de 2015, le Tadawul s'est modernisé pour offrir un cadre clair et lisible d'opérations pour les investisseurs locaux et internationaux. Il s'est en particulier réformé pour aligner son fonctionnement sur le NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*). En 2017, adoptant les meilleures pratiques internationales, la Bourse de Riyad a mis en place une nouvelle grille de lecture de ses industries et secteurs et a modifié ses règles relatives à la définition des investisseurs étrangers qualifiés. Elle a ainsi assoupli les exigences applicables aux institutions financières étrangères pour opérer sur la Bourse nationale et élargit sa gamme d'investisseurs institutionnels éligibles. Grâce à ces réformes, le Tadawul a pu être inclus dans les principaux indices internationaux (FTSE EM, S&P DJI et MSCI). Avec l'introduction en bourse de 1,5% du capital de Saudi Aramco en décembre 2019, opération record dans le monde avec 26 milliards de dollars levés, le Tadawul devenait la 9^{ème} place boursière parmi les 67 membres de la Fédération mondiale des bourses, et le premier marché du CCG. Avec sa nouvelle profondeur de marché, le Tadawul pouvait procéder à de nouvelles sophistications techniques. En août 2020, la chambre de compensation (*Securities Clearing Center Company*) appelée *Muqassa*, annonçait le début de ses opérations, concomitant au lancement du premier produit dérivé sur le marché saoudien. Point culminant de l'inclusion dans les indices internationaux et de la modernisation de ses opérations, le nouveau produit dérivé, SF30, est adossé aux performances de l'indice MSCI Tadawul 30 constitué en juin 2018.

1. La modernisation des marchés de capitaux et d'actions est un des programmes stratégiques de la Saudi Vision 2030

Le *Financial Sector Development Program*¹ (FSDP) de la *Saudi Vision 2030*, porte en particulier sur la modernisation des marchés de capitaux et d'actions, avec trois objectifs stratégiques :

- développer le marché des capitaux pour attirer des investisseurs internationaux,
- favoriser le développement du secteur privé grâce aux institutions financières,
- promouvoir la planification financière individuelle (épargne réglementée, épargne retraite,...).

La **Bourse saoudienne (Tadawul)** est une société anonyme, créée en mars 2007, et la seule entité autorisée pour la cotation et la négociation de valeurs mobilières. Elle est **régulée par l'Autorité des Marchés des Capitaux (CMA-Capital Market Authority)** et a été constituée avec un capital initial de 1,2 Md SAR (320 M USD). Le négoce y a cours du dimanche au jeudi, de 10h à 15h heure de Riyad.

¹<https://vision2030.gov.sa/sites/default/files/attachments/170719%20FSDP%20Program%20Book%2010%20May%202018%20English%20V3.pdf>

Le Tadawul est membre affilié de l'Organisation internationale des Commissions de Valeurs (OICV) et membre de la Fédération mondiale des Bourses, de la Fédération arabe des Bourses (AFE) et de l'Association des Dépositaires d'Afrique et du Moyen-Orient (AMEDA).

En 2017, **pour la première fois dans l'histoire du Conseil de Coopération du Golfe, une femme, saoudienne, Sarah Al Suhaimi prend la présidence de la Bourse de Riyad.** Le Tadawul est géré par un conseil d'administration de neuf membres – sa Présidente, un représentant du fonds souverain (PIF – *Public Investment Fund*), un représentant de la Banque centrale (SAMA- *Saudi Arabian Monetary Authority*), le Président de la chambre de compensation saoudienne (*Muqassa*), un membre du London Stock Exchange, deux courtiers/gestionnaires d'actifs (*Riyadh Capital* et *CQS*) et deux représentants de sociétés cotées sur la Bourse (SABIC et Samba).

L'indice Tadawul All Share (TASI) est le principal indice du marché. Le TASI est un indice pondéré en valeur des sociétés cotées en fonction de leur capitalisation boursière. Il est constitué de 202 entreprises cotées.

Le 26 février 2017, le Tadawul a introduit un **marché d'actions Nomu-Parallel (« Nomu ») avec des exigences de cotation plus légères** qui sert de plate-forme alternative pour l'entrée en Bourse des entreprises, et l'investissement sur ce marché est limité aux investisseurs qualifiés.

2. Le Tadawul s'est modernisé pour offrir une meilleure visibilité et grille de lecture opérationnelle aux investisseurs internationaux

En 2015, **le Tadawul déployait avec succès le système de négoce (« trading ») X-Stream INET du NASDAQ** (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), deuxième plus important marché américain en volume traité, afin d'offrir une **meilleure lisibilité opérationnelle** aux investisseurs internationaux. Le système est considéré parmi les meilleures plates-formes de *trading* au monde. Les titres cotés sur le Tadawul sont désormais négociés par correspondance d'ordre en fonction du prix, puis de la priorité temporelle. Les transactions sont exécutées par l'intermédiaire de courtiers. La disponibilité en espèces est requise pour les commandes d'achat. La disponibilité des titres est requise pour tous les ordres de vente. La finalité commerciale et la finalité légale sont enregistrées simultanément dans les systèmes de négociation, de dépôt et de règlement. **Le Tadawul présente un cadre connu et lisible d'opérations à ses investisseurs locaux et internationaux.**

A partir de 2017, en ligne avec sa stratégie d'accompagnement du développement du marché des capitaux et de respect des meilleures pratiques internationales, **la Bourse saoudienne appliquait le Global Industry Classification Standard (GICS)** développé conjointement par S&P (*Standard & Poor's*) et le MSCI (*Morgan Stanley Capital International*). **Le GICS est une norme de classification mondiale utilisée communément par les acteurs du marché** : gestionnaires d'actifs, courtiers (institutionnels et de détail), consultants, chercheurs et banquiers. **Le Tadawul marquait ainsi sa volonté de s'aligner sur les normes mondiales de classification des sociétés cotées.** Cette démarche améliore le niveau de transparence et de lisibilité du marché local et fournit de meilleures informations aux investisseurs internationaux sur les performances des secteurs et industries locaux.

En janvier 2018, l'Autorité saoudienne des Marchés des Capitaux **modifiait ses règles relatives à la définition des Investisseurs étrangers qualifiés (QFI - *Qualified Foreign Investors*) en assouplissant les exigences applicables aux institutions financières étrangères** et en élargissant la gamme des investisseurs institutionnels éligibles à opérer sur le Tadawul. Ces changements ont **élargi l'accès à la Bourse de Riyad à davantage d'investisseurs étrangers.** En septembre 2019, la Présidente du Tadawul, Sarah Al Suhaimi déclarait que le nombre d'investisseurs étrangers qualifiés avait **« augmenté de façon exponentielle » de 200%** depuis le début de l'année 2019, atteignant plus de 1 300 et devrait encore augmenter d'ici la fin de l'année 2019.

3. Les réformes du marché de capitaux ont permis l'inclusion du Tadawul dans les indices internationaux.

Les réformes du marché de capitaux mises en œuvre depuis 2015 ont ouvert **la voie à l'inclusion dans les indices internationaux** et reflètent l'engagement du Tadawul à entrer dans **le concert des bourses internationales**. L'inclusion dans les indices internationaux abaisse mécaniquement les coûts d'entrée (*fee*) sur une place boursière pour les investisseurs internationaux et **attire passivement des capitaux** sur la bourse de Riyad par les acheteurs de titres adossés à ces indices.

1. [Inclusion dans le FTSE Global](#)

En mars 2018, l'indice de référence FTSE annonce que le Tadawul sera classé comme un marché «Émergent secondaire» dans la série d'indices *FTSE Global Equity*. La promotion de l'Arabie saoudite au statut de marché émergent au sein de cet indice de référence des actions mondiales récompense les réformes mises en œuvre par la CMA et le Tadawul pour répondre aux exigences rigoureuses d'inclusion. L'inclusion de l'Arabie saoudite dans l'indice *FTSE Russell Emerging Markets* s'est faite en cinq tranches, dont la première de 10% en mars 2019, la seconde de 15% en avril 2019, la troisième de 25% en juin 2019, la quatrième de 25% en septembre 2019 et la dernière de 25% en mars 2020².

En août 2020, le FTSE Russell déclarait avoir lancé un indice obligataire pour l'Arabie saoudite afin de mesurer la performance des obligations d'État à taux fixe et en monnaie locale, sous le nom de FTSE Saudi Arabian Government Bond. Ce nouvel indice couvre les obligations d'État *sukuk* (en ligne avec les exigences de la Chariah) et non *sukuk* avec une échéance d'au moins un an et un encours minimal de 1 Md SAR (267 M USD). Le marché des obligations d'État de Riyad sera examiné par FTSE Russell dans sa revue mensuelle, ce **qui pourrait à terme conduire à l'inclusion des obligations nationales saoudiennes dans l'indice FTSE Emerging Markets Government Bond (EMGBI).**

2. [Inclusion dans le S&P Dow Jones](#)

En même temps que son inclusion dans le *FTSE Global Equity* en mars 2019, l'Arabie saoudite entrait dans le *S&P Dow Jones (S&P DJI)*. Dans un communiqué adressé aux investisseurs, le S&P Dow Jones déclarait « *Le récent passage de l'Arabie saoudite dans notre classification de pays à un « marché émergent » est le résultat d'une consultation continue avec les acteurs du marché. Il reflète le fort consensus parmi les membres de la communauté mondiale des investisseurs et les récentes réformes positives de la structure du marché saoudien qui soutiennent l'investissement étranger dans le pays. S&P Dow Jones Indices se réjouit de continuer à fournir des solutions indiciaires innovantes dans la région du Moyen-Orient.* »

Les exigences d'inclusion dans l'indice S&P DJI requerrait une profondeur de Bourse conséquente à laquelle le Tadawul ne répondait pas en mars 2019 lors de son inclusion. En revanche, en prévision de l'introduction en bourse de Saudi Aramco, S&P considérerait cette opération suffisamment volumineuse pour une **inclusion accélérée dans ses indices de référence mondiaux**, sur la base d'une **capitalisation boursière minimale ajustée au flottant d'au moins 2 Mds USD**. Le 11 décembre 2019, **l'introduction en bourse réussie du géant pétrolier pour un montant de près 26 Mds USD, confirmait cette position.**

L'inclusion de l'Arabie saoudite dans le *S&P Dow Jones Emerging Market Indices (DJI)* s'est faite en deux étapes, la première pour 50% en mars 2019 et le solde en septembre 2019.

3. [Inclusion dans le MSCI \(Morgan Stanley Capital International\)](#)

En juin 2018, MSCI, le plus grand fournisseur d'indices au monde, suivait les initiatives de S&P Dow Jones et FTSE Russell en annonçant qu'il ajouterait l'Arabie saoudite à son groupe de pays classés comme

² https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_FAQ_Document_Saudi_Arabia.pdf

marchés émergents à partir de 2019. **Le MSCI ajoutait la Bourse de Riyad à son indice des marchés émergents avec une pondération de 2,8%.**

L'inclusion de l'Arabie saoudite dans le MSCI *Emerging Markets* s'est faite en deux étapes, la première pour 50% en mai 2019 et le solde en août 2019.

En septembre 2019, la Présidente du Tadawul déclarait que **150 Mds SAR (40 Mds USD) d'investissements passifs étaient attendus** grâce à l'inclusion du Tadawul dans ces trois indices ajoutant que « *les performances du marché saoudien depuis le début de l'année 2019 avaient été positives avec une croissance de 4,8%, tandis que FTSE EM n'avait progressé que de 1,76% et le MSCI EM avait baissé de -0,15% au cours de la même période* ». Aucun chiffre n'a été publié quant à la captation de ces investissements passifs.

4. Le Tadawul développe des produits plus sophistiqués et renforce son attractivité internationale.

Le 11 décembre 2019, le géant pétrolier Saudi Aramco a ouvert 1,5% de son capital au public. La **seule place boursière retenue pour l'introduction en bourse est celle de Riyad**. Cette opération a permis de lever 26 Mds USD à un prix valorisant l'entreprise à 1 710 Mds USD. L'opération a été un succès, la première tranche de l'introduction en bourse (*senior* en termes de priorité de paiement) ayant été sursouscrite 1,7 fois. **L'opération de Saudi Aramco devenait la plus grande introduction en bourse de l'histoire détrônant le dernier record de 25 Mds USD** levés par le géant chinois du commerce en ligne Alibaba. **Le Tadawul devenait alors la 9^{ème} plus grande place boursière** parmi les 67 membres de la Fédération mondiale des Bourses et le marché dominant au Conseil de Coopération du Golfe.

L'introduction en bourse de Saudi Aramco a donné une profondeur de marché au Tadawul qui permettait des sophistications techniques. Jusqu'alors, le Tadawul, était l'une des rares places boursières sans chambre de compensation opérationnelle. Une chambre de compensation est particulièrement bienvenue lorsque les investisseurs de marchés se font plus nombreux et achètent des produits de couverture (« *produits dérivés* »). Le 30 août 2020, la **chambre de compensation saoudienne (Securities Clearing Center Company) appelée Muqassa, annonçait le début de ses opérations concomitant au lancement du premier produit dérivé sur le marché saoudien**. Il s'agit de l'une des principales initiatives du programme de développement du secteur financier dans le cadre de la Vision 2030 et d'une étape cruciale dans l'introduction de produits de marché sophistiqués et la création d'un environnement commercial attractif pour les opérateurs de couverture locaux et internationaux.

Muqassa est responsable du développement des services de compensation et de la garantie du règlement de toutes les transactions exécutées de gré à gré. Muqassa adaptera ses procédures au fur et à mesure de l'introduction de nouveaux produits dérivés, pour **offrir une gestion centralisée des risques de contrepartie, conforme aux pratiques internationales**.

Le **premier produit dérivé, SF30, est un contrat à terme appelé communément « future »**. Les dérivés sont des contrats entre deux parties, dont les termes et conditions sont fixés au moment de l'achat du contrat, pour livrer un actif à une date future. Les actifs sous-jacents les plus courants pour les produits dérivés sont les actions, les obligations, les matières premières, les devises et les indices de marché. Jusqu'alors, la Bourse de Riyad négociait seulement des produits « vanilles » i.e. simples, sans option dans le futur ou sur les prix. **La seule sophistication du marché résidait dans ses « swaps » de devises**. Un « swap » de devise est un instrument permettant d'échanger une valeur mobilière en riyal saoudien (SAR) contre une valeur mobilière en une autre devise et inversement. Le riyal saoudien étant arrimé au dollar américain, la technicité de l'instrument restait limitée et revenait à un « swap » très commun sur les marchés, du dollar américain contre toute autres devises.

Point culminant de l'inclusion dans les indices internationaux et de la modernisation de ses opérations, le nouveau produit dérivé **SF30 est adossé aux performances de l'indice MSCI Tadawul 30 constitué en juin 2018, et fonctionne grâce à une technologie développée par le Nasdaq** dont le Tadawul

avait adopté le système de trading en 2015. Anecdote : la plage horaire de négoce de ce produit dérivé a été étendue d'une heure, passant de 10h - 15h à la plage 9h30 - 15h30.

En août 2020, Khalid Al-Hussan, directeur-général du Tadawul, déclarait que le lancement de ce produit dérivé négocié en bourse **contribuerait à accroître la liquidité sur le marché boursier local** et lui permettrait **d'être compétitif aux niveaux régional et mondial**. Sarah Al Suhaimi, Présidente du Tadawul, annonçait alors que la **Bourse de Riyad prévoyait de lancer d'autres produits liés aux dérivés, tels que des options, et de compléter la sophistication du système boursier d'ici la fin de 2021 ou le début de 2022** une étape essentielle qui **rapprocherait la Bourse de Riyad d'une potentielle introduction en bourse**. Le Tadawul avait déjà mandaté HSBC en 2016 pour gérer son introduction en bourse (IPO) prévue initialement pour 2018. Le projet avait été suspendu en raison de l'introduction en bourse de Saudi Aramco. Le lancement du premier produit dérivé **devrait accélérer cette introduction en bourse** du Tadawul qui, selon son Directeur général, **aurait lieu dans les 24 mois**. Le marché financier de Dubaï est le seul marché boursier du CCG coté en bourse.

Commentaires

Le Tadawul est un centre de pouvoir économique et financier, devenu avec la Vision 2030 le porte-étendard des ambitions de l'Arabie saoudite pour développer le secteur financier. La Bourse de Riyad entend clairement rivaliser avec les Bourses des pays du Golfe et au-delà.

Le succès de l'introduction en bourse de Saudi Aramco a changé la donne. Considérée jusqu'alors comme une bourse « vanille » : avec peu de liquidités et des instruments très basiques, la Bourse de Riyad s'est hissée au 9^{ème} rang mondial, a introduit des produits sophistiqués et vise aujourd'hui sa propre introduction en bourse sur les principales places boursières dans le monde. Le marché des capitaux saoudien s'est rapidement adapté à la demande des investisseurs internationaux en termes de lisibilité, de transparence opérationnelle et de développement de nouveaux produits techniques, indispensables à la crédibilité d'une place boursière internationale.

Les réformes engagées par les autorités financières depuis cinq ans ont mené à d'impressionnants résultats. La Bourse de Riyad a été remarquablement résiliente au plus fort de la crise économique du 1^{er} semestre 2020, et ce malgré l'effondrement des cours du pétrole. Pendant la période de confinement, privés de voyages à l'étranger, de nombreux investisseurs saoudiens ont placé leurs excédents de liquidités sur le Tadawul. A titre d'illustration, la valeur des transactions en bourse a atteint près de 12 Mds SAR (3,2 Mds USD) au 15 septembre 2020, soit 2,5 fois plus qu'à la même date en 2019 et cinq fois plus qu'en septembre 2016. Mi-septembre 2020, le principal indice saoudien, le TASI (Tadawul All Share Index) effaçait ses pertes accumulées en 2020 et surpassait ses pairs du Golfe.

Malgré la crise économique l'année 2020 a été marquée par six introductions en bourse réussies d'entreprises saoudiennes. La résilience confirmée de l'économie devrait favoriser de nouvelles opérations dans les mois à venir.